

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**RENTABILIDADE E VALOR DAS COMPANHIAS NO BRASIL: UMA ANÁLISE
COMPARATIVA DAS EMPRESAS QUE ADERIRAM AOS NÍVEIS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA**

Francisco Tavares Filho

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Marina Mitiyo Yamamoto

SÃO PAULO

2006

Prof.^a Dr.^a Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

FRANCISCO TAVARES FILHO

**RENTABILIDADE E VALOR DAS COMPANHIAS NO BRASIL: UMA ANÁLISE
COMPARATIVA DAS EMPRESAS QUE ADERIRAM AOS NÍVEIS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Marina Mitiyo Yamamoto

SÃO PAULO

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Tavares Filho, Francisco

Rentabilidade e valor das companhias no Brasil : uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA / Francisco Tavares Filho. – São Paulo, 2006.

160 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2006
Bibliografia

1. Governança corporativa 2. Valor (Contabilidade) 3. Lucro
4. Análise de quocientes I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 658.4

**À minha família e, em especial à minha
mãe, Terezinha, pelo seu exemplo de
perseverança.**

**Ao meu pai, Francisco, e à minha avó,
Beatriz, (*in memoriam*), que não puderam
compartilhar deste momento.**

**Ao meu amor, Angélica, pela compreensão.
A vocês, dedico este trabalho.**

Agradecer: um gesto sublime e necessário à vivência humana...

À Santíssima Trindade, por me fazer vencedor de todos os obstáculos necessários ao alcance do objetivo maior: o aperfeiçoamento dos meus conhecimentos e o título de Mestre. Obrigado por mais uma graça alcançada.

À professora Dr.^a Marina Mitiyo Yamamoto, minha orientadora e, acima de tudo, uma amiga. Obrigado pelo “Eu aceito ser a sua orientadora”, pela atenção e simplicidade, qualidades que considero sublimes numa pessoa.

À professora Dr.^a Maísa de Souza Ribeiro e ao professor Dr. Luiz Jurandir Simões de Araújo, membros da Banca Examinadora (qualificação e defesa). Obrigado pela atenção e pelas contribuições para o aprimoramento do meu trabalho.

Aos meus bons e novos amigos, fruto do Mestrado: Dione, Edir, Eliandro, Fabrício, Flávio, “tia” Francyslene, Gerlando, Gilmar, Laudicéia, Manfredo, Nazaré, Sandra (do Peru). Obrigado pelo apoio e pelas experiências compartilhadas.

Ao meu grande amigo e companheiro de apartamento, Fabrício. Obrigado, “mano”, pela convivência e, principalmente, pela força, solidariedade e por todos os momentos de descontração.

À Clecí e aos meus ex-companheiros de apartamento, Laureano (*in memoriam*) e Augusto, que por motivos diferentes não puderam continuar. Obrigado pela convivência e amizade.

Aos meus professores do período do nivelamento pré-Mestrado: Sílvia Casanova, Fábio Frezatti, João D. Pაცეზ (Joãozinho), Edgar B. Cornachione, Luiz J. Corrar e Geraldo Barbieri; bem como do Mestrado: Sílvia Casanova, Gilberto Martins, Ariovaldo dos Santos, Nelson Carvalho, Luiz J. Corrar, Iran Siqueira, Edson L. Riccio e Luc Quonian (da França). Obrigado pelos conhecimentos e experiências compartilhados.

Ao Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP, minha casa acolhedora. Obrigado pelo voto de confiança e pelo reduto de estudo.

Ao CFC e à FIPECAFI, pelo apoio financeiro para a realização do mestrado. Obrigado por esse investimento em prol da Educação.

À Universidade do Estado do Rio Grande do Norte – UERN, por acreditar em mim e no sucesso do Mestrado, consagrado por este trabalho. Obrigado pelo voto de confiança.

“O que realmente conta numa economia global é a performance da empresa. E hoje, desempenho significa crescimento, traduzindo o reflexo da habilidade da gestão em identificar e construir lucros e criar valor para os acionistas. Em suma, encontrar caminhos para crescer, projetos viáveis geradores de valores.”

Jack Welch

RESUMO

A Governança Corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos, representa uma ferramenta poderosa capaz de alavancar, satisfatoriamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores de recursos financeiros dessas empresas se asseguram de que terão retornos de seus investimentos. Porém, o aprimoramento dos padrões legais de governança corporativa de um país, geralmente, enfrenta obstáculos que o torna moroso diante do dinamismo e exigências do mercado atual, razão pela qual alguns mercados foram obrigados a criar mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de governança por parte das empresas. Seguindo uma tendência mundial, o mercado brasileiro implantou, em dezembro de 2000, os contratos privados entre a BOVESPA e as companhias abertas, contemplando compromissos de práticas adicionais de governança corporativa, o que representa uma alternativa às reformas legislativas pertinentes ao assunto. Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa concentra-se em analisar se houve mudança significativa na rentabilidade e valor total de mercado das companhias, após adesão ao Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA. Trata-se de um estudo empírico-analítico, em que três variáveis foram testadas estatisticamente: Retorno do Ativo (*ROA*), Retorno do Patrimônio Líquido (*ROE*) e Valor Total de Mercado da Empresa (*TQ*), utilizando-se do Teste *t* (paramétrico) e do Teste de Wilcoxon (não-paramétrico) para teste de significância de médias. Os resultados indicaram que, quando analisadas em conjunto, verificou-se uma mudança significativa positiva no retorno médio do Ativo, retorno médio do Patrimônio Líquido e valor médio das empresas, após a referida adesão. Por outro lado, quando analisadas individualmente, 63,64% dos casos convergiram para aceitação da hipótese de que houve mudança significativa positiva no valor da empresa; entretanto, para o retorno do Ativo e do Patrimônio Líquido, apenas 27,27% e 31,82% dos casos individuais foram convergentes com a análise conjunta, respectivamente. Ressalte-se, porém, que existem outras variáveis micro e macroeconômicas que impactam na rentabilidade e no valor das companhias, e não apenas o motivo da adesão, conforme ratificado por uma análise comparativa realizada com um grupo de controle. Todos os resultados desta pesquisa consideraram um nível de confiança de 95% e respectivo nível de significância de 5%. Contudo, tendo em vista os testes estatísticos terem uma amostragem não probabilística subjacente, os resultados encontrados são extensivos, apenas, às companhias listadas nos três níveis de governança corporativa da BOVESPA.

ABSTRACT

*By means of a set of devices, corporate governance represents a powerful instrument, capable of satisfactorily enhancing the economic and financial performance of enterprises, as well as the way through which suppliers of financial resources to these enterprises make sure they will have return on their investments. However, the refinement of the legal patterns of corporate governance of a country are usually faced with many obstacles, what slows the process that cannot meet the demands of the modern and dynamic market, which in turn urges some markets to create mechanisms of voluntary compliance of enterprises with the best practices of governance. Following a world trend, in December 2000 the Brazilian market implemented the private contracts between the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) and the quoted companies, which referred to agreements on further practice of corporate governance by the enterprises; this represents an alternative to the legislative reform on the subject matter. Thus, the aim of this research focuses on analyzing whether there has been a significant change in the profitability or in the market value of these companies after compliance to the New Market (Novo Mercado), Level 2 or Level 1 of Corporate Governance of BOVESPA. It is an empirical-analytical study, in which three variables were statistically tested: Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Enterprise Total Market Value (TQ). The study used Test *t* (parametric) and Wilcoxon (non-parametric) for the test of average significance. The results show that, after compliance, once analysis was carried out taking into account the group, there was a significant positive change in the average return on Assets, average return on Equity and average value of enterprise. On the other hand, when analyzed individually, 63,64% of the cases revealed an agreement with the hypothesis that there was significant positive change in the value of the company, however, as far as return on Assets and on Equity go, only 27,27% and 31,82% respectively of the individual cases were in agreement with the group analysis. It is important, though, to call the attention to the fact that not only compliance, but also micro and macroeconomic variables place an impact on the profitability of enterprises, as shown in the comparative analysis carried out with the control group. All the results in this research took into account reliability level of 95% and significance level of 5%. However, taking into consideration that the statistic tests have an underlying non-probabilistic sample, the results refer solely to the companies listed in the three levels of corporate governance of BOVESPA.*

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE QUADROS	5
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE GRÁFICOS	6
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 Tema e problema de pesquisa	8
1.2 Hipótese metodológica	12
1.3 Objetivos da pesquisa	12
1.4 Justificativas do estudo	13
1.5 Organização do trabalho	14
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 Teoria da firma	17
2.2 Rentabilidade empresarial	19
2.2.1 Diferença entre rentabilidade e lucro	24
2.2.2 Índices de rentabilidade	27
2.3 Valor da empresa	34
2.4 Governança corporativa	37
2.4.1 Teoria da agência	38
2.4.1.1 Assimetria informacional	43
2.4.2 Conceitos e definições de governança corporativa	45
2.4.3 Modelos de governança corporativa	49
2.4.4 Princípios de governança corporativa	51
2.4.5 Mecanismos de governança corporativa	55
2.4.5.1 Custos de agência	60
2.4.6 A governança corporativa no Brasil	61
2.4.6.1 Aspectos introdutórios	61
2.4.6.2 Níveis de governança corporativa da BOVESPA	63
2.4.6.3 Índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC)	70
2.5 Governança corporativa e desempenho empresarial	71
2.6 Pesquisas anteriores	74
3 METODOLOGIA	79
3.1 Tipologia do estudo	79
3.2 Origem dos dados	80
3.3 Plano amostral	80
3.4 Variáveis operacionais	82
3.4.1 Retorno do ativo	84
3.4.2 Retorno do patrimônio líquido	85
3.4.3 Valor total de mercado da empresa	86
3.5 Ferramental estatístico	90
3.6 Estrutura das análises	90
3.7 Limitações da pesquisa	91
4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	93
4.1 Pressupostos para a escolha dos testes estatísticos	93
4.1.1 Normalidade	94
4.1.2 Homogeneidade das variâncias	98
4.2 Análise das empresas em conjunto	103

4.2.1	Análise preliminar	103
4.2.2	Teste de significância paramétrico: Teste t	105
4.2.3	Teste de significância não-paramétrico: Teste de Wilcoxon	109
4.3	Análise das empresas individualmente	112
4.3.1	Análise preliminar	113
4.3.2	Teste de significância paramétrico: Teste t	116
4.3.3	Teste de significância não-paramétrico: Teste de Wilcoxon	119
4.4	Grupo de controle	123
4.4.1	Análise comparativa da amostra original e grupo de controle	127
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	131
	REFERÊNCIAS	135
	APÊNDICES	145
	ANEXO	158

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

COSO: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (Comitê de Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway)

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IGC: Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IR: Imposto de Renda

NDGC: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

N1GC: Nível 1 de Governança Corporativa

N2GC: Nível 2 de Governança Corporativa

NM: Novo Mercado

OECD: Organisation for Economic Co-Operation and Development (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico)

ROA: Return on Asset (Retorno do Ativo)

ROE: Return on Equity (Retorno do Patrimônio Líquido)

SPSS: Statistical Package for the Social Sciences (Software Estatístico para Ciências Sociais)

TQ: Tobin's Q (Q de Tobin)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Evolução da quantidade de empresas que aderiram ao NM, N2GC e N1GC da BOVESPA.....	69
Tabela 2: Resumo dos casos processados do teste de normalidade – empresas em conjunto .	95
Tabela 3: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov – empresas em conjunto	95
Tabela 4: Resumo dos casos processados do teste de normalidade – empresas individualmente.....	96
Tabela 5: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov – empresas individualmente	97
Tabela 6: Teste de homogeneidade de variâncias de Levene – empresas em conjunto.....	99
Tabela 7: Teste de homogeneidade de variâncias de Levene – empresas individualmente...	100
Tabela 8: Estatísticas das amostras emparelhadas, ROA – empresas em conjunto	107
Tabela 9: Teste t de amostras emparelhadas, ROA – empresas em conjunto	107
Tabela 10: Ranks das diferenças das amostras emparelhadas, ROE e TQ – empresas em conjunto.....	110
Tabela 11: Teste de soma de classificações de Wilcoxon, ROE e TQ – empresas em conjunto	110
Tabela 12: Análise preliminar do retorno do ativo das empresas individualmente	113
Tabela 13: Análise preliminar do retorno do patrimônio líquido das empresas individualmente.....	114
Tabela 14: Análise preliminar do valor das empresas individualmente.....	115
Tabela 15: Teste t de amostras emparelhadas – empresas individualmente	117
Tabela 16: Teste de soma de classificações de Wilcoxon – empresas individualmente.....	120
Tabela 17: Resumo do Teste t e do Teste de Wilcoxon – empresas individualmente	122
Tabela 18: Teste t e Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas em conjunto	125
Tabela 19: Teste t e Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas individualmente .	126
Tabela 20: Resumo do Teste t e do Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas individualmente.....	126

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características dos modelos de governança corporativa.....	50
Quadro 2: Dados das empresas componentes da amostra.....	82
Quadro 3: Resumo das variáveis operacionais.....	89
Quadro 4: Tipologia dos testes de significância.....	102
Quadro 5: Hipóteses estatísticas para os testes de significância – empresas em conjunto	106
Quadro 6: Hipóteses estatísticas para os testes de significância – empresas individualmente	116
Quadro 7: Dados das empresas componentes do grupo de controle	123
Quadro 8: Diferenças entre o grupo de controle e a amostra original.....	124
Quadro 9: Tipologia dos testes de significância do grupo de controle	125

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Principais mecanismos de governança corporativa	56
Figura 2: Segmentos do mercado de capitais brasileiro	66
Figura 3: Níveis de governança corporativa da BOVESPA e suas normas de conduta.....	67
Figura 4: Períodos analisados antes e depois da adesão ao NM, N2GC e N1GC.....	81
Figura 5: Comparação das análises da amostra original e grupo de controle – empresas em conjunto	127

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa média de retorno versus prazo médio de retorno	22
Gráfico 2: Taxas anuais de retorno de investimento de empresas brasileiras	34
Gráfico 3: Evolução do total acumulado de empresas nos níveis de governança da BOVESPA	69
Gráfico 4: Análise preliminar do retorno do ativo das empresas em conjunto	103
Gráfico 5: Análise preliminar do retorno do patrimônio líquido das empresas em conjunto	104
Gráfico 6: Análise preliminar do valor das empresas em conjunto	105
Gráfico 7: Comparação das análises da amostra original e grupo de controle – empresas individualmente	128

1 INTRODUÇÃO

O crescimento e desenvolvimento dos setores agropecuário, industrial, comercial e de serviços, principalmente a partir da segunda metade do século XX, trouxeram inúmeras mudanças para o ambiente empresarial, destacando-se o aperfeiçoamento e a reconfiguração dos modelos de gestão, fundamentados em mecanismos cada vez mais eficientes, nos quais os objetivos pré-definidos pela corporação são perseguidos, permanentemente e com responsabilidade social, em prol da continuidade e prosperidade do negócio. Nesse patamar, encontra-se a Governança Corporativa, um sistema de decisões e práticas de gestão voltadas para a determinação e controle do desempenho e direção estratégica das corporações. Por isso, a busca da redução de riscos internos e externos inerentes ao negócio, o gerenciamento de interesses, a redução da volatilidade dos resultados e a conquista da credibilidade dos investidores e da sociedade em geral, são aspectos próprios da Governança Corporativa para ampliação das bases estratégicas da criação de valor.

As práticas modernas de governança corporativa trouxeram à tona uma rediscussão sobre o papel do Conselho de Administração das empresas, dos seus executivos e administradores, o que refletiu numa redefinição de responsabilidades, conscientizando essas empresas dos seus direitos e deveres mercantilistas e sociais, que vem contribuindo para o processo de amadurecimento das companhias perante o mercado de capitais.

Conseqüentemente, a transparência da gestão empresarial e a redução de riscos para os investidores foram os pontos-chave responsáveis pela credibilidade da Governança Corporativa diante do mercado financeiro mundial, conforme destacados por Silva e Zotes (2004, p. 30):

As regras para a boa Governança Corporativa atraíram a atenção de todo mercado financeiro, a níveis mundiais, porque veio priorizar a transparência da gestão empresarial em relação à rentabilidade, como objetivo a ser alcançado, e a redução de riscos maiores para os investidores, a fim de lhes garantir um bom retorno em suas aplicações.

Por sua vez, Lima *et al* (2002, p. 2) fazem a seguinte explanação para ressaltar a importância das práticas de boa governança para o desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento da economia nacional:

[...] com a redução do risco das empresas no mercado acionário, em decorrência do provimento de maior transparência das informações contábeis e da prática da boa governança corporativa, pressupostamente, maior fatia de poupadores estaria propensa a aplicar seus recursos neste tipo de ativo, o capital das companhias. Logo, é razoável afirmar que a prática da boa governança corporativa implica em um fator de suma importância ao desenvolvimento no mercado de capitais e, conseqüentemente, do crescimento econômico nacional.

Por essas razões, a Governança Corporativa vem assumindo posição de destaque no mercado como um todo, em que sucessivamente se busca um sistema equilibrado de decisões cada vez mais eficiente que contribua para o bom desempenho dos negócios, proporcionando o sucesso e continuidade das corporações que, por sua vez, são co-responsáveis pelo fortalecimento do mercado de capitais e da economia.

No Brasil, algumas companhias abertas já se empenham em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa e de transparência. Assim, a adesão aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, representa um esforço das empresas no aperfeiçoamento dos seus mecanismos de governança, melhorando a relação com os investidores e elevando o potencial de valorização da riqueza empresarial. Por isso, segundo Iziq (2005, p. 25), “A cultura da governança corporativa não apenas se alastra entre empresas brasileiras: começa a se tornar um padrão de referência para os investidores.”

1.1 Tema e problema de pesquisa

O tema e o problema de pesquisa constituem-se nos elementos mais importantes de um estudo científico, haja vista serem os objetos através dos quais todo o trabalho será desenvolvido, desde a fase inicial até o relatório final.

Em face dessas considerações, o presente estudo aborda o tema Governança Corporativa, o qual está relacionado às áreas de conhecimento da Economia, Administração, Direito, Contabilidade e Finanças. Alinhado ao tema, o estudo busca relações entre desempenho econômico de companhias e práticas de governança corporativa, observadas pela adesão das empresas ao Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC), Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC) e Novo Mercado (NM) estabelecidos pela BOVESPA.

O tema é delimitado por um estudo comparativo do desempenho econômico, em termos de rentabilidade e valor de mercado das companhias abertas no Brasil, antes e após aderirem ao N1GC, N2GC ou NM da BOVESPA. As análises são realizadas com empresas que adotaram as normas de conduta de governança corporativa da BOVESPA, tendo em vista entender-se, *a priori*, que essas companhias cumprem boas práticas de governança corporativa validadas pelo mercado como uma forma de aumentar o desempenho empresarial e, conseqüentemente, refletindo positivamente na rentabilidade das companhias, o que significaria um aumento da riqueza dos acionistas.

Nesse contexto, Silveira (2005, p. 28) faz o seguinte comentário:

O senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*. Desta forma parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado.

Assim, quando uma empresa adota boas práticas de governança corporativa validadas pelo mercado, existem evidências de que o desempenho dessa empresa possa melhorar substancialmente, pois ocorre, entre outras, uma mudança proativa na postura do Conselho de Administração a nível estratégico, refletindo na redução dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas. Essas boas práticas tendem a propiciar redução do custo de capital a médio e longo prazos, proporcionado pela redução do risco para os *stakeholders*, além de melhorar a qualidade e transparência das informações prestadas pelas companhias. Tudo isso impacta de forma positiva, direta ou indiretamente, no resultado da companhia e, conseqüentemente, gera condições para aumento da riqueza dos acionistas. Assim sendo, entende-se que o desempenho econômico melhora, aumentando o retorno sobre o investimento e o valor da empresa.

Confirmando essas considerações, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) ensinam que “Governança corporativa trata da maneira como os supridores de fundos das corporações asseguram para si um retorno sobre o seu investimento.”¹

¹ “Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.”

Nesse aspecto, a CVM, Comissão de Valores Mobiliários (2002, p. 4), inclui, no item II.1 das Recomendações sobre Governança Corporativa, como função do Conselho de Administração, orientação à diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento.

Na mesma perspectiva, Setubal Júnior (2002, p. 22) comenta que “O paradigma da Governança Corporativa é uma tradução – que seus adeptos fazem para os investidores –, de garantia de probidade, transparência e respeito às leis, tendo como consequência direta a valorização do retorno do investimento.”

Por sua vez, Carvalho (2004) escreve que a Governança Corporativa pode ser descrita da seguinte forma: “[...] conjunto de princípios e práticas que buscam minimizar conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia, maximizando o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentando o retorno para seus acionistas.”

Em face dessas considerações, formula-se a seguinte questão de pesquisa para delinear o estudo:

Qual o impacto na rentabilidade e no valor total de mercado das companhias abertas no Brasil em virtude da adesão às práticas de governança corporativa da BOVESPA – Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado?

Em outras palavras, o estudo busca investigar, estatisticamente, se houve mudanças significativas no desempenho econômico das companhias, em termos de rentabilidade e valor de mercado, após adesão aos segmentos de governança corporativa da BOVESPA, cujas práticas são consideradas superiores pelo mercado em termos de governança e de transparência, em relação às empresas que não participam de tais segmentos.

Portanto, corroborando esse problema de pesquisa, quando do lançamento do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA, tinha-se a expectativa de que as empresas que se adaptassem às novas regras teriam uma valorização no preço de suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o Patrimônio Líquido, além da expectativa de redução nos custos de captação ao longo do tempo. (AGUIAR; CORRAR; BATISTELA, 2004).

Não obstante, vale salientar que o simples fato de uma empresa aderir a um dos três níveis de governança corporativa da BOVESPA não representa impacto direto no seu desempenho. Porém, as companhias que participam desses três segmentos assumem compromissos adicionais de transparência e *disclosure* e outras práticas de governança em relação às companhias que não participam desses segmentos. Conseqüentemente, isso proporciona uma redução na percepção de risco dos investidores – e *stakeholders* – pelo aumento da credibilidade nas empresas das quais participam investindo ou financiando. Portanto, para respaldar as perspectivas positivas desses agentes, espera-se que as empresas melhorem os seus desempenhos, principalmente a partir de uma maior atuação e sinergia entre Conselho de Administração, gestores e executivos, incluindo-se, também, todos os demais responsáveis pelos resultados da corporação (chefes, supervisores etc.).

Nesse contexto, conforme expõe Lethbridge (2006, p. 33), umas das vantagens da abertura de capital pela empresa é tornar públicos os seus resultados, levando seus executivos a ficarem constantemente mais atentos a seu desempenho. Conseqüentemente, essa postura tem reflexos positivos no desempenho da empresa. Isso se torna mais preponderante quando a empresa passa a participar de um dos segmentos de governança corporativa da BOVESPA, haja vista o maior grau de transparência e *disclosure* exigidos.

Por outro lado, existem expectativas de redução nos custos de captação para empresas com níveis adicionais de governança corporativa, a exemplo dos financiamentos a taxas menores e prazos alongados concedidos pelo BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, a empresas com melhores práticas de governança no Brasil.

Sendo assim, tudo isso reflete nos resultados e, conseqüentemente, na rentabilidade e valor das empresas.

Em consonância com essas considerações, Brigham e Houston (1999, p. 28) afirmam que o principal objetivo da administração é maximizar a riqueza dos acionistas ou, de forma mais abrangente, maximizar o valor da empresa. Com efeito, o valor é embasado **nos lucros e no fluxo de caixa** que se espera que a empresa proporcione no futuro.

1.2 Hipótese metodológica

“O ponto básico do tema, individualizado e especificado na formulação do problema, sendo uma dificuldade sentida, compreendida e definida, necessita de uma resposta, ‘provável, suposta e provisória’, isto é, uma hipótese.” (MARCONI; LAKATOS, 2001, p. 104). Nesses termos, a explicação provisória para o problema de pesquisa apresentado, a ser testada neste estudo, é a seguinte:

As companhias abertas, no Brasil, alcançaram melhor rentabilidade e valorização no mercado, após aderirem aos níveis de governança corporativa da BOVESPA – Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, haja vista o compromisso de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira.

Parte-se da premissa de que, como as empresas assumem o compromisso de serem mais transparentes ao ingressarem no N1GC, N2GC ou NM da BOVESPA, além de assumirem outras práticas adicionais de governança, elas estarão fornecendo mais subsídios para o mercado acompanhar as perspectivas dos seus negócios. Portanto, essas empresas tenderão a assumir uma postura mais proativa para melhorar o seu desempenho, já que os resultados alcançados estarão evidenciados nas informações divulgadas ao mercado. Conseqüentemente, as variações no desempenho podem ser avaliadas através dos indicadores de rentabilidade.

Por outro lado, o valor de mercado da empresa tende a aumentar como reflexo do aumento do grau de confiança do investidor na iniciativa da empresa em ser mais transparente através de *disclosure* adicionais e outras práticas de governança, gerando, também, boas perspectivas para uma melhor lucratividade.

1.3 Objetivos da pesquisa

O objetivo geral do estudo é analisar o impacto no desempenho econômico das companhias no Brasil, em termos de rentabilidade – calculada pelo retorno do Ativo e Patrimônio Líquido

– e valorização da empresa como reflexo de seu poder de gerar lucros – calculada pelo *Tobin's Q*, após ingressarem em um dos três níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Com relação aos objetivos específicos, o estudo propõe-se a:

- 1) analisar, estatisticamente, se houve mudanças significativas no retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido, e valor total de mercado das companhias no Brasil, após adesão às práticas de governança corporativa da BOVESPA;
- 2) fazer um estudo teórico sobre a governança corporativa e desempenho empresarial (em termos de rentabilidade e valor da empresa), dando-se ênfase às práticas atuais de governança corporativa.

1.4 Justificativas do estudo

Apesar da importância e do estágio avançado da discussão sobre o tema governança corporativa nos países mais desenvolvidos economicamente, ainda existem poucos estudos teóricos e escassez de testes empíricos no Brasil. Por isso, o aumento de pesquisas teóricas e/ou empíricas envolvendo questões de governança corporativa são fundamentais para constatação do estado da arte e contribuição ao avanço do conhecimento no país sobre o tema. Logo, destacam-se as seguintes justificativas para a realização deste estudo:

- Escassez de trabalhos na literatura nacional, principalmente na área de Contabilidade, abordando o desempenho econômico ou características de empresas que adotaram as práticas atuais de governança corporativa;
- Poucos estudos contemplando uma fundamentação teórica da relação entre governança corporativa e desempenho empresarial em termos de rentabilidade;
- Os achados empíricos darão subsídios para elucidar algumas mudanças relacionadas ao desempenho das empresas, após adoção das práticas atuais de governança corporativa, especialmente em termos de retorno do investimento;

- As pesquisas teórica e empírica propostas serão uma forma de contribuição para discussão do tema no Brasil, haja vista a grande importância que o assunto vem assumindo no mercado.

Em sintonia com essas justificativas, Rozo (2003, p. 3) faz o seguinte comentário: “No Brasil, são escassos os estudos empíricos sobre Governança Corporativa, mormente os que relacionam mecanismos de Governança com medidas de performance econômica.”

Da mesma forma, Silva e Leal (2004, 13) destacam que o Brasil é um caso particularmente interessante para análise, pois os debates sobre estruturas de governança corporativa intensificaram-se apenas na última década, quando fatores como as privatizações, o processo de abertura da economia, a entrada de novos investidores, especialmente alguns estrangeiros e institucionais, estimularam novos esforços para melhores práticas de governança corporativa.

1.5 Organização do trabalho

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos: Introdução, Fundamentação Teórica, Metodologia, Descrição e Análise dos Dados, e Considerações Finais.

O primeiro capítulo, que se encerra nesse subitem, expôs, essencialmente, o tema de um modo geral e a problemática da pesquisa.

O capítulo da Fundamentação Teórica trata, inicialmente, da Teoria da Firma, haja vista o estudo envolver questões de desempenho empresarial, especialmente sobre maximização de lucros. Na seqüência, discute-se rentabilidade como medida de desempenho empresarial, enfatizando-se o Retorno do Ativo e do Patrimônio Líquido e o Custo da Dívida, seguido de uma discussão sobre o valor da empresa nos seus principais aspectos. Logo após, aborda-se a Governança Corporativa, dando-se ênfase ao problema principal-agente e aos principais mecanismos e princípios responsáveis pelo alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e acionistas controladores e não controladores (minoritários), que contribuem para o fortalecimento do desempenho empresarial. O assunto, também, é tratado sob a perspectiva do mercado brasileiro, com foco nos níveis de governança corporativa implantados pela

BOVESPA. Por último, discute-se, objetivamente, sobre governança corporativa e desempenho empresarial e relatam-se estudos anteriores relacionados ao problema de pesquisa.

Na Metodologia, contempla-se a compreensão e definição de todo o processo de investigação teórico-empírico, de modo que se estabelecem todas as regras de “como proceder”, compreendendo: a tipologia do estudo adotada, a origem dos dados pesquisados, as características do plano amostral, a definição teórica e operacional das variáveis, as ferramentas e os procedimentos estatísticos envolvidos nas análises, bem como as limitações referentes à pesquisa empírica.

A Descrição e Análise dos Dados envolvem os resultados e discussões da pesquisa empírica. Inicialmente, faz-se uma análise preliminar dos dados para obtenção de algumas observações intuitivas. Na seqüência, analisam-se os pressupostos para escolha dos testes estatísticos apropriados para cada variável; depois disso, realiza-se uma análise das empresas em conjunto, seguida de uma análise das empresas individualmente. No final, realiza-se uma análise com um grupo de controle, com o objetivo de fazer uma comparação de tendências entre os resultados das análises da amostra original e do grupo de controle, aumentando a garantia das conclusões da pesquisa empírica deste estudo.

O último capítulo são as Considerações Finais, observando-se o problema de pesquisa e respectivo objetivo proposto. Trata-se do posicionamento do autor acerca das conclusões do estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria da firma

Essa seção faz algumas explanações, objetivamente, acerca da Teoria da Firma, tendo em vista o presente estudo estar relacionado aos aspectos da maximização da riqueza dos acionistas, traduzida pela hipótese de que a adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA tem impacto positivo na rentabilidade e valor das companhias.

Desde os tempos em que o matemático e economista Alfred Marshall (1842-1924) desenvolveu a Teoria da Firma (*Theory of the Firm*), em seu livro “*The principles of economics*”, propagando a maximização de lucros por parte das empresas como objetivo dessas instituições (HUNT, 1981, p. 321), a teoria econômica procura criar modelos que capturem a lógica do comportamento das firmas e dos mercados.

Fazendo uma introdução a respeito da Teoria da Firma, Hawkins (1973, p. 7) aponta que:

[...] o conhecimento da maneira pela qual as firmas se comportam é essencial em praticamente todo o campo da economia, tendo em vista as firmas estarem decisivamente envolvidas na determinação de variáveis consideráveis tal como investimento, preços, emprego, produção e salários.²

Porém, conforme escreve Tigre (1998, p. 67), os resultados dos esforços da teoria econômica não resultaram em um quadro analítico convergente, já que persistem controvérsias importantes acerca do papel das diferentes forças que influenciam o crescimento e os objetivos da firma. A origem dos desencontros deriva de importantes diferenças conceituais, metodológicas e ideológicas entre as principais correntes que estudam a firma, fato que poderia ser elucidado com o aumento de pesquisas empíricas acerca do funcionamento da firma ao longo da história, uma vez que tal recurso ainda é pouco explorado.

² “[...] knowledge of the way in which firms behave is essential in almost every field of economics because firms are decisively involved in the determination of such major variables as investment, prices, employment, output and wages.”

Analisando as discussões sobre a teoria neoclássica tradicional, observa-se um agravante na estrutura conceitual da teoria da firma:

Seu problema fundamental é tratar a firma como agente individual, sem reconhecer sua característica de entidade coletiva, dotada de objetivos e regras diferenciados. Isso implica emprestar à firma um princípio comportamental único, a maximização do lucro, que, na prática, é heterogêneo, segundo o princípio de utilidade de cada um dos agentes econômicos. (TIGRE, 1998, p. 72).

Por conseguinte, a ruptura incondicional com os limites da teoria econômica e com o papel passivo atribuído à firma na microeconomia neoclássica abriu caminho para o desenvolvimento da teoria da firma, como resposta à importância crescente da grande empresa. Os questionamentos sobre os objetivos e o processo de crescimento da firma deslocam o foco das atenções do mercado para as empresas.

Segundo Tigre (1998, p. 85), haja vista as limitações existentes na teoria neoclássica, principalmente em razão da onipotência atribuída ao mercado, surgem novas abordagens sobre a teoria da firma, destacando-se o enfoque de investigação influenciado por Marx e Schumpeter, que vê a firma como espaço de produção, lugar de criação de riqueza e inovação. Nesse aspecto, podem ser identificadas três concepções com relação à teoria da firma: 1) Firma Organização; 2) Firma Instituição e 3) Custos de Transação.³

A concepção de firma, enquanto organização, aborda a firma como uma ação coordenada entre indivíduos e grupos, tornando-se necessária a **conversão do conflito em cooperação**, a mobilização de recursos e a coordenação dos esforços, de modo a assegurar a sua sobrevivência e de seus membros. Por seu turno, a concepção de firma, enquanto instituição, vai além da visão organizacional, incorporando a **dimensão social** (sistema político, social e jurídico no qual ela se insere e que limita seu poder de transformação), incluindo sistemas de propriedade, relações com bancos, condições de produção e de mercado. Por fim, a concepção de custos de transação introduz novas questões sobre a natureza da firma, passando a

³ Os custos de transação representam os gastos com o “funcionamento geral do sistema econômico”, cabendo as instituições como principal propósito minimizar esses custos, que se apresentam na literatura voltada para o estudo dos contratos, como custos de transação *ex ante* e *ex post*. Os primeiros são os custos de selecionar, negociar e salvaguardar o acordo, através de cláusulas meticolosas que permitem o monitoramento contratual entre as partes, definindo preços, quantidades e a duração do contrato. O segundo toma várias formas: má adaptação das condições contratuais, eventuais renegociações, bem como o descumprimento de cláusulas contratuais previamente estabelecidas. (QUEIROZ, 2002, p. 6). Resumidamente, os custos de transação referem-se ao tempo e ao esforço requerido para levar a cabo uma transação.

considerá-la uma forma particular de organização econômica, ou seja, **um arranjo institucional alternativo ao mercado**. Assim, a teoria neoclássica é criticada por não oferecer resposta ao fato de os mercados não lograrem exercer a coordenação que as firmas fazem internamente. Mais tarde, a teoria dos custos de transação constituiu-se uma referência central da teoria da firma.

Sobre essa última concepção, Martins (2000, p. 14) expõe que “A teoria da firma considera a organização econômica (orientada para o mercado) um arranjo contratual, no qual investidores, essencialmente detentores de direitos de propriedade, figuram como contratantes e empregados e gestores como contratados.”

Segundo Yamamoto (2005), de acordo com a Teoria da Firma, o objetivo da empresa é a maximização de seu valor e isso deveria satisfazer tanto os acionistas como os administradores.

Entretanto, vale salientar que a firma tem um conjunto de partes interessadas que vai além de seus proprietários e administradores. Isso traz à tona outros objetivos relacionados a ela, tal como a sua responsabilidade social.

Dessa forma, a questão dos seus objetivos ganha novas interpretações divergentes do enfoque até então existente voltado para a maximização de lucros a curto prazo. Com efeito, as novas abordagens envolvendo maximização de lucros a longo prazo, maximização das vendas globais, maximização de taxa de crescimento das vendas, sobrevivência, manutenção do poder da tecnoestrutura, entre outros, abrem espaço para o reconhecimento de que os objetivos da firma podem variar de acordo com os objetivos de seus controladores, sem que se possa imputar-lhe uma regra universal.

2.2 Rentabilidade empresarial

De forma abrangente, as empresas utilizam diversos fatores – financeiros, humanos, tecnológicos, administrativos, energéticos etc. – e procuram gerar novos recursos (rendimentos) com o objetivo de remunerar esses fatores. Assim, os salários são a

remuneração da mão-de-obra; os honorários da administração, a remuneração da capacidade administrativa; o lucro, a remuneração do capital investido. Nesse sentido, ao se afirmar que toda empresa busca gerar lucro, não quer dizer que a empresa só procura gerar lucro e remunerar capitais, mas que, para remunerar os capitais ela busca gerar lucro. (MATARAZZO, 2003, p. 392).

Por sua vez, Collins e Porras (1995, p. 90) enfatizam que a lucratividade é uma condição necessária para a existência e um meio de se atingirem os objetivos mais importantes, mas não é o objetivo em si para muitas empresas consideradas prósperas e líderes em seus setores (empresas visionárias), a exemplo da Johnson & Johnson e da Hewlett-Packard. Assim sendo, essas empresas buscam atingir suas metas de maneira lucrativa, e não simplesmente a maximização dos lucros, pois elas também buscam outros ideais mais amplos e significativos: ajudar no progresso da arte da cura (J&J) e fabricar produtos e serviços para a satisfação e bem-estar da sociedade (HP).

Contudo, “[...] o lucro é o principal estímulo do empresário e uma das formas de avaliação do êxito de um empreendimento.” (RAPPAPORT, 2001, p. 217). Em consequência, esse mesmo lucro se constitui como o elemento básico para a determinação da rentabilidade (*profitability*) de uma empresa.

Diante dessas considerações, é oportuno comentar que o lucro está relacionado diretamente com a estrutura de capital de uma empresa, e o montante total investido, por sua vez, está relacionado com a composição dos ativos. Em outras palavras, todos os recursos financeiros proporcionados por investidores e credores (capital próprio e capital de terceiros) são aplicados em valores ativos (caixa, clientes, estoques, máquinas e equipamentos etc.), responsáveis pelas atividades operacionais geradoras de novos recursos e de resultados. Por isso, quando da mensuração do resultado, todas as variáveis envolvidas nas atividades da empresa são consideradas.

Logo, a rentabilidade é uma medida do desempenho de uma entidade ou de parte de uma entidade, a qual pode ser representada por meio de uma medida absoluta (o lucro ou o caixa, por exemplo) ou relativa (comparação do lucro com o investimento que o gerou, por exemplo). Leone e Leone (2004, p. 256), exemplificando essa definição, escrevem que se

mede a rentabilidade de uma empresa, ou de uma operação, dizendo-se que seu lucro foi de x unidades monetárias; ou que a rentabilidade foi de 5% do investimento, do capital aplicado ou investido; ou, ainda, que a rentabilidade foi de 10% do valor das vendas.

Conforme explica Postigo (1985, p. 21), embora o índice que expressa o retorno do investimento (lucro líquido sobre o capital aplicado) não forneça todas as informações necessárias sobre o desempenho empresarial, é capaz de resumir, de forma compacta e imediata, os efeitos dos diversos fatores que influenciam a atividade da empresa.

Nesse aspecto, pode-se dizer que a rentabilidade é o resultado de uma série de políticas e decisões referentes à empresa, uma vez que mostra os efeitos combinados da liquidez, da gestão de ativos e do endividamento sobre os resultados operacionais. (BRIGHAM; HOUSTON, 2001, p. 89).

Por isso, a rentabilidade deve ser vista como uma indicação de eventuais tendências, positivas ou negativas, referentes ao desempenho empresarial, as quais exigem investigação mais acurada, tendo em vista as medidas estimuladoras ou corretivas.

Complementando essas considerações, é viável dizer que, “Em geral, uma empresa é rentável, no sentido econômico, somente quando sua rentabilidade é maior do que aquela que os investidores podem conseguir, por si mesmos, nos mercados de capitais.” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002, p. 49).

Na mesma linha de entendimento, cabe destacar que as empresas rentáveis assumem grande importância para o desenvolvimento de uma nação, não apenas em termos econômicos, mas também no aspecto social, uma vez que suas condições financeiras são mais favoráveis para investimentos permanentes no país. Nesse caso, Moisson ([19--], p. 11) ressalta que “A empresa rentável pode contribuir valiosamente para o desenvolvimento técnico, econômico e social de uma nação, enquanto uma empresa não rentável não o pode fazer apesar de toda a boa vontade dos seus dirigentes.”

No contexto da análise de rentabilidade empresarial, é oportuno enfatizar a importância da Contabilidade que, entre outros objetivos:

[...] tem a finalidade de registrar as decisões tomadas por meio da contabilização das transações econômicas e refletir seus respectivos efeitos no patrimônio da empresa. Pela análise dos relatórios contábeis, procuramos verificar se os resultados apurados pela empresa são compatíveis com os retornos desejados por ocasião das decisões de investimento. (KASSAI *et al*, 2005, p. 17).

Portanto, cabe à Contabilidade a responsabilidade de prestar informações sobre as alternativas de decisões de investimentos e suas perspectivas, bem como informar, continuamente, a situação econômico-financeira da entidade, dando subsídios para a averiguação dos valores investidos *versus* resultados obtidos.

Uma questão diretamente relacionada ao estudo da rentabilidade de empresas diz respeito ao prazo de recuperação dos valores investidos em um determinado empreendimento, ou ao tempo desejado para recuperar os valores aplicados.

O Gráfico 1 evidencia uma simulação com relação aos prazos de recuperação e respectivas taxas médias de retorno de investimentos, considerando o valor do dinheiro no tempo.

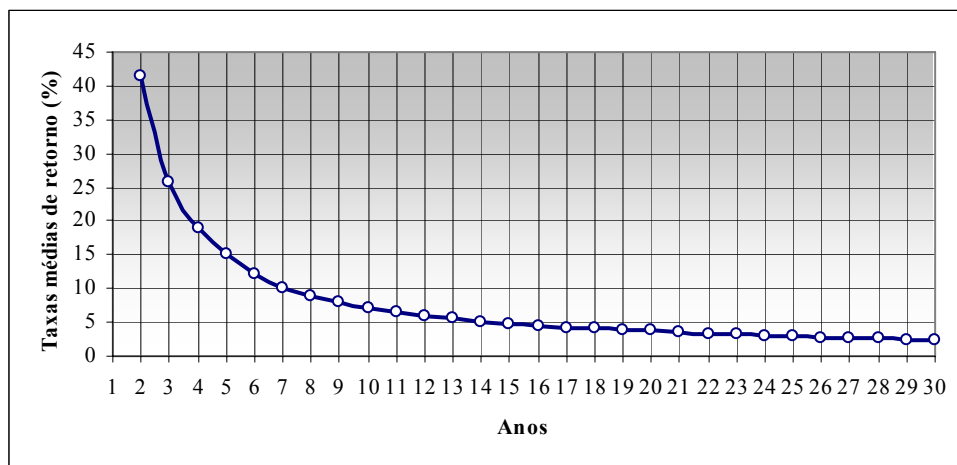


Gráfico 1: Taxa média de retorno *versus* prazo médio de retorno

FONTE: Kassai *et al* (2005, p. 34).

Conforme o gráfico acima, um investimento que tenha uma taxa média de rentabilidade por volta de 10% a.a., a recuperação dos valores investidos será concretizada, aproximadamente, em sete anos.

Portanto, essas considerações mostram que, conforme enfatiza Santos (1980, p. 21), a taxa de rentabilidade permite o conhecimento do tempo provável a ser despendido para se obter o retorno de um determinado investimento.

Contudo, vale salientar que os prazos e as taxas ideais para se recuperar um investimento dependem da natureza dos projetos ligados aos empreendimentos, bem como do perfil de risco dos investidores: enquanto alguns possuem aversão ao risco e contentam-se com baixas taxas de retorno, outros preferem expectativas elevadas de retorno, aceitando riscos também mais elevados.

Outrossim, conforme estudado por Santos (1980), a análise da rentabilidade empresarial pode ser vista sob dois ângulos: 1º) sob o ângulo do investidor (proprietário) e 2º) sob o ângulo da gestão. Enquanto no primeiro a rentabilidade engloba um conceito que avalia a capacidade de determinado investimento retornar às mãos do investidor; no segundo, envolve a perspectiva de desempenho operacional da empresa, em que a produtividade, dada pela relação entre resultados obtidos e recursos consumidos, passa a ser o ponto-chave. Nesse caso, o desafio da gestão é a obtenção de *outputs* (produtos e serviços) com a efetiva minimização de *inputs* (recursos); conseqüentemente, isso gera condições para a maximização dos resultados da empresa. Porém, esses dois ângulos estão intimamente relacionados, pois, considerando uma situação favorável, é bem verdade que uma maior produtividade também é responsável por maiores lucros que, por sua vez, ocasiona maior rentabilidade para o investidor.

Complementando essas explicações, ressalte-se que existem diversas maneiras de análise da rentabilidade. Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 49-50) destacam as seguintes medidas tradicionais: margem de lucro; retorno sobre os ativos; retorno sobre o capital próprio; índice de *payout*.

Em geral, essas medidas de rentabilidade pretendem medir a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações. Matarazzo (2003, p. 175) salienta que o objetivo das medidas de rentabilidade é mensurar o grau de êxito econômico da empresa.

Porém, apesar das tentativas dos analistas em determinar a rentabilidade das empresas, conforme enfatiza Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 49), “Infelizmente, não há maneira

completamente inequívoca de saber quando uma empresa é rentável. Na melhor das hipóteses, o que um analista financeiro pode fazer é medir a **rentabilidade contábil** passada ou corrente.” (grifo nosso).

Por outro lado, existem formas mais sofisticadas de avaliação de desempenho. Rappaport (2001) faz uma abordagem às seguintes alternativas: retorno do fluxo de caixa descontado (*Discounted Cash Flow* – DCF); valor adicionado para o acionista (*Shareholder Value Added* – SVA); lucro residual (*Residual Income*); valor econômico adicionado (*Economic Value Added* – EVA). Essas medidas priorizam a geração de valor para o acionista.

Fundamentando-se em Rappaport (2001, p. 134), pode-se dizer que o importante na definição das medidas de desempenho é relacioná-las, adequadamente, a formas de remuneração que alinhem os interesses dos gestores aos dos acionistas, de modo que haja congruência entre os desempenhos de curto e longo prazos. Isso é imprescindível ao processo de geração de valor.

Adicionalmente a essas discussões, observe-se que, segundo Tezel e MacManus (2003, p. 1), uma das medidas tradicionais de rentabilidade amplamente utilizadas pelos investidores, para avaliar a eficácia da administração na criação de valor para o acionista, é o *Return on Equity* (ROE), ou Retorno do Patrimônio Líquido, calculado com base nas demonstrações financeiras das empresas.

A rentabilidade calculada através do ROE é uma forma tradicionalmente aceita no mundo dos negócios para se avaliar o desempenho de empresas. Esse assunto é abordado com mais detalhes ao longo deste estudo.

2.2.1 Diferença entre rentabilidade e lucro

O objetivo dessa seção é fazer a distinção entre os conceitos de rentabilidade e lucro. Inicialmente, abordam-se algumas definições de lucro e suas principais características; em seguida destacam-se alguns conceitos de rentabilidade e suas diferenças em relação a lucro.

Dessa forma, os lucros relacionam-se com a criação da maior riqueza possível para os proprietários e com a simultânea distribuição dessa riqueza entre eles ou sua inversão na empresa, em seu próprio proveito. Portanto, os lucros são um conceito orientado para os proprietários. (SOLOMON, 1969, p. 34).

Sob o ponto de vista da Contabilidade, ocorre o lucro quando o valor das receitas de vendas de produtos e serviços de uma empresa, referente a um determinado período de tempo (normalmente de um ano para efeitos fiscais e legais), supera o total dos custos e despesas correspondentes. Ao contrário, *i.e.*, quando as receitas são inferiores aos custos e despesas, ocorre prejuízo.

Iudicibus (2000, p. 19), por sua vez, entende que “Lucro, em Contabilidade, é o que se pode distribuir durante um período, mantendo a potencialidade do patrimônio líquido inicial intacta.”

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 199-200) comentam que um dos objetivos básicos que se imagina ser mais importante para divulgação do lucro é a necessidade de distinção entre capital aplicado e lucro. E, como objetivos mais específicos, os autores destacam o uso do lucro como uma medida de eficiência da gestão da empresa ou como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais futuras, bem como o uso de dados históricos de lucro como instrumento de predição da trajetória futura da empresa ou dos pagamentos de dividendos.

Porém, segundo Rappaport (2001, p. 31), existem vários motivos pelos quais o lucro contábil falha em medir as mudanças no valor econômico da empresa, destacando-se: a) utilização de métodos contábeis alternativos que possibilitam alterar o valor do lucro, simplesmente, pela mudança de critério; b) exclusão das necessidades de investimentos, superestimando ou subestimando o valor do lucro; c) valor do dinheiro no tempo ignorado, tornando os valores contábeis, de um modo geral, diferentes dos reais.

Nessa discussão, é oportuno ressaltar que o lucro contábil deriva da aplicação do Regime de Competência da Contabilidade. Em outras palavras, o lucro contábil é o resultado da confrontação entre as receitas e despesas incluídas na apuração do resultado do período em

que ocorrerem, sempre simultaneamente quando se correlacionarem, independentemente de recebimento ou pagamento (Regime de Caixa).

Observe-se que esse lucro não está relacionado com recebimentos ou pagamentos, mas com o reconhecimento das receitas geradas e despesas incorridas no período. Em decorrência, ocorre uma desvinculação temporal das receitas e despesas com seus respectivos recebimentos e pagamentos, ocasionando, normalmente, diferenças entre lucro e caixa. Entretanto, a longo prazo, ocorre a equalização entre os valores do resultado contábil e o fluxo de caixa derivado das receitas e despesas.

Não obstante, conforme ressalta Gregório (2006, p. 37), uma restrição que se pode fazer ao lucro é que se trata de um número absoluto; não considera os investimentos que tornaram possível a sua geração. Portanto, para se ter uma medida mais adequada dos resultados auferidos pelas empresas, é necessário relacioná-los aos recursos investidos para gerá-los.

Por isso, utiliza-se a rentabilidade, que corresponde ao grau de rendimento proporcionado por determinado investimento e que, normalmente, é expressa pela percentagem de lucro em relação ao investimento total. É o retorno dos investimentos em termos proporcionais. “Portanto a rentabilidade é função do lucro e do capital investido [...]” (ZATTA; FREIRE, 2002, p. 1).

Nesse caso, a rentabilidade é o índice que permite comparar os rendimentos de diversas opções de investimento de mercado, sejam opções produtivas, financeiras ou especulativas. É apenas uma referência a quanto o dinheiro aplicado em determinados investimentos está rendendo.

Portanto, a rentabilidade existe quando há a possibilidade de utilização de recursos disponíveis para a produção de valores econômicos maiores em relação ao total dos valores de insumos necessários. A rentabilidade, como um guia para a ação e para a maximização dos lucros, diz respeito à seleção dos ativos, dos projetos e das decisões lucrativas e à rejeição das que não o são, objetivando assegurar o uso da quantidade e da combinação ótimas dos recursos para maximizar a criação de valor econômico pela empresa. (SOLOMON, 1969, p. 35).

Supondo, por exemplo, que duas empresas, *A* e *B*, com estruturas igualmente comparáveis, apresentaram a seguinte situação ao final de um determinado exercício, referente ao capital investido, receitas, custos e despesas, e lucros:

Empresa	Capital Investido	Receitas	Custos e Despesas	Lucros
A	R\$ 4.000,00	R\$ 2.500,00	R\$ 2.000,00	R\$ 500,00
B	R\$ 4.000,00	R\$ 3.000,00	R\$ 2.600,00	R\$ 400,00

Embora com o mesmo valor de capital investido, as duas empresas apresentaram resultados distintos: enquanto a empresa *A* teve lucros de R\$ 500,00, a empresa *B* apresentou um resultado de R\$ 400,00. Comparando-se os lucros dessas empresas com os respectivos valores dos capitais investidos, obtêm-se 12,5% de rentabilidade para a empresa *A* e 10,0% de rentabilidade para a empresa *B*. Portanto, a empresa *A* foi mais eficiente na utilização dos recursos disponíveis, o que gerou a possibilidade de lucros e taxa de retorno do capital investido maiores.

Pelo exemplo hipotético, fica mais visível a diferença entre lucro e rentabilidade. Em síntese, a rentabilidade diz respeito ao resultado da eficiência da utilização de recursos para a criação de riqueza, que, geralmente, é medida através da relação comparativa entre resultados obtidos *versus* recursos investidos; os lucros referem-se, simplesmente, ao resultado final disponível para os proprietários e outros agentes, que podem ser distribuídos ou reinvestidos na empresa.

2.2.2 Índices de rentabilidade

Os índices de retorno, também conhecidos por índices de lucratividade ou rentabilidade, indicam qual o retorno que a empresa está proporcionando para os investidores em termos operacionais e/ou financeiros. Esses índices podem ser calculados através da análise das demonstrações contábeis. São exemplos, os indicadores de retorno sobre o investimento, retorno sobre o capital próprio, retorno sobre as vendas, entre outros.

Como medida relativa de grandeza, esses índices podem ser comparados ano a ano para se analisar as tendências de uma empresa, bem como a comparação, em determinado momento ou período, do índice de uma empresa com o mesmo índice relativo de outras empresas, para se analisar como está a empresa em relação à concorrência ou mesmo aos padrões de mercado.

Portanto, as empresas utilizam recursos representados por capitais investidos e buscam gerar lucro para remunerar esses capitais. Para medir a eficiência dessas empresas com relação ao objetivo de gerar lucro, calcula-se a **taxa de retorno** sobre investimentos através da divisão do **lucro** (bruto, operacional, antes do imposto de renda, ou líquido, por exemplo) pelo **investimento** (Ativo total, Ativo Operacional, Patrimônio Líquido, ou Capitais de Terceiros, por exemplo). (MATARAZZO, 2003, p. 391-392). Por isso, segundo Gregório (2005, p. 37), “[...] estabelece-se, primeiro, qual a finalidade de uma determinada análise para depois definir qual o lucro e o investimento a serem utilizados.”

Por conseguinte, a análise da rentabilidade empresarial baseia-se em três índices, a saber:

- **Retorno sobre o Ativo**, ou *Return on Asset (ROA)*, é calculado através da divisão do Lucro antes das Despesas Financeiras pelo Ativo Operacional;
- **Custo da Dívida**, calculado através da divisão das Despesas Financeiras pelo Passivo gerador de Encargos;
- **Retorno sobre o Patrimônio Líquido**, ou *Return on Equity (ROE)*, é calculado através da divisão do Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido.

O Retorno sobre o Ativo, ou simplesmente *ROA*, mostra qual a rentabilidade do negócio, no qual quanto maior o índice maior a eficiência da empresa em termos operacionais, significando quanto a empresa gera de lucro para cada \$ 100 investidos. Como critério de decisão, segundo Assaf Neto (2003, p. 113), “[...] o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos.”

Iudícibus e Marion (2000, p. 159) destacam o retorno sobre o ativo como um dos quocientes individuais de análise mais importantes, pois representa a medida global de desempenho da

empresa e leva em conta todos os fatores envolvidos. Por isso, deveria ser usado como grande teste geral de desempenho de uma empresa, numa base comparativa entre os resultados obtidos e a meta desejada de retorno.

Haja vista o cálculo do retorno do Ativo comparar o resultado da empresa com os seus investimentos totais, esse indicador fornece a rentabilidade global do negócio, independentemente das origens dos recursos correspondentes aplicados, *i.e.*, capitais próprios ou capitais de terceiros. Nesse entendimento, Kassai, Kassai e Assaf Neto (2002, p. 34) afirmam que o retorno do investimento, obtido pela divisão do lucro operacional⁴ pelo valor do investimento, “[...] é a taxa de retorno genuína da empresa, atribuída à sua capacidade geradora de resultados, independente de sua estrutura de financiamento.”

Ao fazer uma análise mais apurada do *ROA* através da **equação Du Pont**⁵, observa-se que o seu resultado está diretamente relacionado à Margem de Lucro e ao Giro do Ativo, definindo-se pela seguinte relação:

$$ROA = Margem \times Giro$$

em que:

$$Margem = \frac{Lucro\ Operacional}{Vendas} \quad e \quad Giro = \frac{Vendas}{Ativo}$$

A *Margem* (*Return on Sales – ROS*) representa a parcela do Lucro Operacional que uma empresa obteve sobre o montante de suas vendas, ou ainda do faturamento, após deduzir os impostos e abatimentos, os custos e despesas, o imposto de renda e contribuições. Por sua vez, o *Giro* representa a quantidade de vezes que a empresa consegue girar seu próprio Ativo, ou ainda quantas vezes em um período consegue vender esse Ativo.

Portanto:

⁴ Lucro gerado pelas atividades operacionais da empresa, sem considerar a remuneração dos recursos de terceiros. É o lucro sem o efeito das despesas financeiras.

⁵ Equação *Du pont* é uma fórmula que fornece a taxa de retorno sobre os ativos multiplicando-se a margem de lucro pelo giro dos ativos.

$$\boxed{ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}} \times \boxed{\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Operacional}}}$$

Observe-se que, anulando-se o denominador *Vendas* com o numerador *Vendas* da expressão acima, o resultado é exatamente a fórmula simplificada do *ROA*, conforme apresentado abaixo.

$$\boxed{ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Operacional}}}$$

Normalmente, a *Margem* e o *Giro* são grandezas inversamente proporcionais, pois, quando se diminui a margem de lucro, há uma tendência de aumentar-se o giro do Ativo e vice-versa. Sobre esse aspecto, Kassai *et al* (2005, p. 180) fazem uma indagação interessante: “O que é melhor para uma empresa qualquer, ganhar mais na margem ou mais no giro?” Os próprios autores respondem que, “Em princípio, essa questão é indiferente, pois o que importa é o equilíbrio entre a margem e o giro, ou seja, a ponderação de ambas as forças para a obtenção do melhor retorno possível.”

Em termos práticos, porém, essa questão não é tão simples assim. Cada empresa tem sua própria estratégia quando se trata de ganhos proporcionados pela *margem* ou pelo *giro*, pois existem muitas variáveis que influenciam as políticas econômico-financeiras e administrativas das empresas na determinação dos modelos de retornos. Setor de atuação, concorrência, tipo de produto e características dos clientes são exemplos dessas variáveis. Por isso, enquanto algumas empresas conseguem um bom desempenho com uma *margem* alta e um *giro* baixo, outras atingem desempenho satisfatório com uma pequena *margem* e um *giro* elevado, haja vista as políticas diferenciadas de retorno a respeito da combinação de *giro* e *margem*.

Ressalte-se que o setor de atuação da empresa é um forte determinante na sua estrutura de rentabilidade, a exemplo dos supermercados e estaleiros, os quais têm estruturas operacionais completamente distintas.

É importante frisar que essa análise detalhada do *ROA* não é um mero exercício matemático, pois enquanto o *Giro* mede a eficiência das vendas em relação ao investimento total, a

Margem representa a eficiência de despesas em relação às vendas, pois quanto menores as despesas maior será a margem de lucro. (MATARAZZO, 2003, p. 420).

Por sua vez, o Custo da Dívida “[...] é o custo financeiro dos passivos onerosos de uma empresa.” (KASSAI *et al*, 2005, p. 265). Em outras palavras, representa a remuneração pela utilização de capitais de terceiros, expressando quanto a empresa paga de juros para cada \$ 100 tomados junto a instituições financeiras.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido, ou simplesmente *ROE*, indica qual a taxa de rentabilidade dos acionistas ou a remuneração do capital próprio investido, denotando quanto os acionistas ganham para cada \$ 100 investidos. Em outras palavras, segundo Gregório (2005, p. 43), o *ROE* “[...] mede a eficiência da empresa na aplicação dos seus recursos próprios.” É representado pela seguinte formulação:

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

Quanto maior for o valor do indicador *ROE* calculado, melhor a situação da empresa ante sua capacidade de produzir resultados. De modo geral, espera-se que a rentabilidade do capital próprio seja superior à dos títulos de renda fixa, uma vez que o investimento em uma empresa representa um capital de risco, *i.e.*, nada garante sua rentabilidade, que poderá ser inclusive negativa. (MATARAZZO, 2003, p. 181).

Kassai *et al* (2005, p. 184) fazem a seguinte explanação sobre o *ROE*:

Ao investir em uma empresa, o empreendedor o faz porque esta decisão provavelmente estará maximizando seu capital, caso contrário aplicaria seus recursos numa segunda alternativa. O **ROE** mede justamente o resultado dessa decisão, é a medida passível de comparação direta com as outras alternativas. (grifo nosso).

Assim, enquanto o *ROA* mede o desempenho global dos recursos totais aplicados na empresa, o *ROE* mede a rentabilidade dos seus recursos líquidos, *i.e.*, informa sobre o retorno efetivo dos recursos investidos pelos proprietários.

Uma maneira alternativa e mais detalhada de expressar o *ROE*, segundo Braga, Nossa e Marques (2003, p. 9), é obtida multiplicando-se os componentes do *ROA* (*Margem* e *Giro*) por um índice denominado de “Multiplicador do Capital Próprio”, definido da seguinte forma: “*Ativo Total ÷ Patrimônio Líquido*” ($AT \div PL$). Esse índice reflete o grau de endividamento da empresa, pois $AT \div PL = 1 + (Capital\ de\ Terceiros \div PL)$.

Portanto:

$$ROE = ROA \times \frac{Ativo\ Total}{Patrim\ônio\ L\iquido}$$

Ou

$$ROE = \frac{Lucro}{Vendas} \times \frac{Vendas}{Ativo\ Total} \times \frac{Ativo\ Total}{Patrim\ônio\ L\iquido}$$

Essa fórmula ressalta a influência da *Margem*, do *Giro* e da *Alavancagem Financeira*⁶ sobre o *ROE*, que será alavancado, favoravelmente, pelo aumento da proporção do capital de terceiros somente quando o *ROA* for superior à taxa média global de custo das dívidas.

Não obstante essas discussões sobre os índices de rentabilidade, reproduzem-se os seguintes comentários extraídos de Matarazzo (2003, p. 397):

Se o custo da dívida é maior que o retorno sobre o Ativo, ou seja, se a empresa paga, para cada dólar tomado, mais do que rende seu investimento no negócio, então os acionistas “bancam” a diferença com sua parte de lucro (ou até com o próprio capital). Se o custo da dívida é menor que o retorno sobre o Ativo, os acionistas ganham a diferença. A taxa de retorno sobre o Patrimônio Líquido então será maior que a taxa de retorno sobre o Ativo.

Entretanto, quando uma empresa adota uma política de financiar suas atividades somente com capital próprio, o *ROE* torna-se exatamente igual ao *ROA*, pois a rentabilidade da empresa não está sendo influenciada pelo uso de capitais de terceiros.

⁶ A Alavancagem Financeira diz respeito ao uso de recursos de terceiros (e.g., empréstimos e financiamentos) para financiar as atividades de uma empresa, refletindo-se diretamente na lucratividade do negócio e, conseqüentemente, “alavancando” a rentabilidade dos acionistas (*ROE*) com o incremento desses recursos. Porém, não se deve esquecer que a alavancagem da rentabilidade, também, depende de uma série de variáveis, como mercado, preços, estrutura interna, produtividade, ganhos de escala etc. Portanto, o conceito de alavancagem é muito útil quando tratado juntamente com os demais cenários.

Ainda segundo Matarazzo (2003, p. 397), desses três índices relacionados à rentabilidade, o mais importante para a empresa é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, pois os outros dois (Retorno sobre o Ativo e Custo da Dívida) são informações gerenciais de como a empresa atingiu o retorno sobre o Patrimônio Líquido. Porém, são imprescindíveis para a definição de estratégias empresariais.

No mesmo contexto, Rappaport (2001, p. 47) comenta que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é a medida mais popular no nível corporativo e a explicação para o foco sobre esse indicador é que ele representa uma medida de interesse vital para os investidores.

Da mesma forma, Assaf Neto (2003, p. 112) chama a atenção de que “[...] os analistas em geral dispensam grandes atenções aos indicadores de rentabilidade, os quais costumam exercer significativamente influências sobre as decisões que envolvem a empresa em análise, tomadas tanto no mercado de crédito como no mercado acionário.”

Não obstante, para a análise de tendências dos indicadores de rentabilidade (*e.g.*, *ROA* e *ROE*), os valores dos índices calculados ao longo do tempo devem ser lançados em um gráfico, em que a partir daí verifica-se a sua tendência crescente ou decrescente para a própria empresa ou em relação à média do setor. Brigham e Houston (1999, p. 93) explicam que “É importante analisar as tendências dos índices, tanto quanto os seus níveis absolutos, porque as tendências dão pistas quanto à probabilidade de melhoria ou deterioração da situação financeira.”

Muitas empresas comparam seus índices com os de um conjunto menor de empresas líderes do setor ao qual pertencem, denominando-se essa técnica de *Benchmarking*, na qual as empresas utilizadas na comparação são chamadas de *Benchmarks* ou Padrões de Referência. Logo, calculam-se os índices para cada uma das empresas escolhidas como “padrões” e relaciona-os em ordem decrescente. Com base nessa relação, faz-se a comparação da posição da empresa relativamente a seus concorrentes.

Para se ter uma idéia geral do comportamento da rentabilidade das empresas brasileiras, reproduz-se, a seguir, a evolução da taxa média de retorno sobre investimento, medido pelo

lucro em relação ao Patrimônio Líquido, das 500 maiores empresas brasileiras no período de 1978 a 2003 (Gráfico 2).⁷

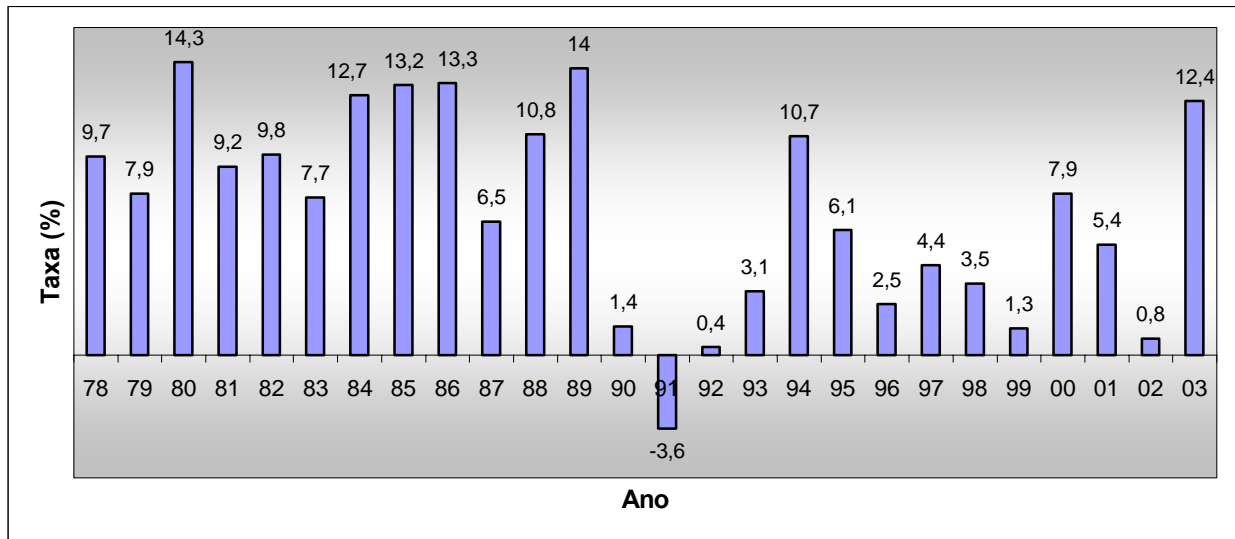


Gráfico 2: Taxas anuais de retorno de investimento de empresas brasileiras

FONTE: Kassai *et al* (2005, p. 35).

De modo geral, o gráfico acima mostra que o retorno de investimento médio das 500 maiores empresas brasileiras decresceu na década de 90 em comparação à década de 80, de maneira que os retornos foram favoráveis até 1989, caindo drasticamente nos anos de 1990 e 1991, voltando a crescer a partir de 1992, porém com períodos de instabilidade. Em 2003, a taxa de retorno reage e novamente sinaliza favoravelmente.

2.3 Valor da empresa

Embora a literatura pertinente ao assunto contemple vários conceitos e definições sobre o valor da empresa, essa seção faz uma breve discussão a respeito dos principais conceitos monetários do valor de uma empresa.

Para introduzir as discussões a esse respeito, reproduz-se a seguinte definição de Damodaran (2002, p. 452): “Valor da Empresa é o valor de todos investidores que têm direitos sobre a

⁷ Os dados foram extraídos da Melhores e Maiores da Revista Exame.

empresa; portanto, ele inclui financiadores e portadores de dívidas, que têm direitos fixos, e investidores em ações, que têm direitos residuais.”

De forma mais específica, Rodrigues e Mendes (2004, p. 65) destacam três conceitos considerados essenciais quando da avaliação de uma empresa em termos monetários:

- 1) Valor Patrimonial;
- 2) Valor de Mercado e
- 3) Valor Econômico.

O Valor Patrimonial de uma empresa é representado pelo Valor Contábil (*Book Value*) constante em seu Balanço Patrimonial. Por isso, contempla os valores históricos (custos) dos investimentos realizados e dos resultados retidos, corrigidos ou não monetariamente, até a data atual. Na concepção de Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 304), o valor patrimonial da empresa representa o montante fornecido, direta e indiretamente, por seus proprietários.

Assim sendo, esse valor é estabelecido com base nas regras contábeis, sendo fortemente influenciado pelo montante originalmente pago pelos ativos da empresa, bem como pelos ajustes contábeis (*e.g.*, depreciação) feitos desde então. (DAMODARAN, 2002, p. 488).

Em geral, as análises do Valor Patrimonial de uma empresa focalizam o Valor Contábil e as mutações que ocorrem com o seu Patrimônio Líquido. Isso caracteriza um enfoque, essencialmente, contábil.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 41) fazem objeção ao termo **Valor Contábil**, pois, na realidade, os dados contábeis baseiam-se em custos. Isso pode levar ao entendimento de que os ativos da empresa são medidos com base em **valores** reais de mercado e não em custos contábeis. Esse esclarecimento é importante, uma vez que, segundo os autores, “Muitos usuários de demonstrações financeiras [...] querem saber qual é o valor da empresa, e não o seu custo.”

É interessante assinalar que a divisão do valor do Patrimônio Líquido pela quantidade de Ações em circulação corresponde ao VPA, Valor Patrimonial da Ação, que, em geral, é

comparado com o preço da Ação na Bolsa de Valores. Altas e baixas relações entre o preço da Ação e o VPA são sinalizações, dentre outras, para os analistas e investidores tomarem suas decisões de venda ou compra de Ações.

O Valor de Mercado de uma empresa é definido a partir das transações de compra e venda das ações da empresa no mercado. Dessa forma, quanto mais transparentes forem as informações sobre as transações e os planos da empresa, maior será a qualidade desse valor. Em razão disso, as companhias com ações negociadas em Bolsa têm esse valor instantâneo, calculado pela multiplicação da quantidade de ações do capital social pela cotação correspondente. No caso das empresas de capital fechado, normalmente o Valor de Mercado é conhecido apenas nas operações de compra e venda do controle.

Baseado em Hendriksen e Van Breda (1999, p. 189), pode-se dizer que o Valor de Mercado representa a essência da relação entre os investidores e a empresa. Em outras palavras, os investidores proporcionam capital à empresa; essa, por sua vez, distribui dividendos aos investidores e, além disso, o mercado causa oscilações no valor das ações possuídas pelos investidores, uma vez que as expectativas do mercado substituem as expectativas dos investidores com relação aos fluxos futuros de caixa proporcionados pela empresa.

Adicionalmente, não se pode esquecer que uma empresa somente é capaz de demonstrar crescimento em seu valor de mercado (agregar valor) se for capaz de apurar um lucro superior ao retorno mínimo requerido por seus proprietários. Ao contrário, se esse lucro for inferior ao custo de oportunidade do capital próprio, o investidor será atraído por outra alternativa de investimento mais rentável, desvalorizando o empreendimento. (ASSAF NETO, 2006, p. 266).

Segundo, ainda, os comentários de Assaf Neto (2006, p. 273), o valor de mercado da empresa mostra-se como a melhor medida de desempenho empresarial, pois leva em consideração a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento, além de envolver uma visão de longo prazo, vinculada à continuidade do empreendimento, indicando o poder de ganho e a viabilidade de um negócio.

Por sua vez, o Valor Econômico de uma empresa é definido como o valor presente das expectativas futuras da empresa, considerando a evolução dos planos e investimentos em curso e dos resultados estimados que deverão advir dos resultados da estratégia estabelecida.

Acerca do Valor de Mercado e Valor Econômico, ressalte-se que, em mercados de capitais avançados, em que exista um elevado grau de transparência, sendo as informações empresariais bastante difundidas e caracterizadas como de alta qualidade, há uma grande aproximação entre o Valor de Mercado e Valor Econômico de uma empresa. Com efeito, quando o valor de mercado das ações de uma empresa está bem abaixo do seu valor econômico, a tendência do mercado é aumentar a demanda por essas ações, orientada pelos analistas e consultores, que pressionaria o valor de mercado para cima até atingir ou ultrapassar um pouco o valor econômico dessas ações. Se o aumento fosse mais para cima, logo seria revertido o processo pela percepção de que as ações estariam caras, motivando-se uma corrente de vendas até o preço chegar outra vez ao valor econômico da ação. Por esses aspectos, pode-se indicar que o Valor de Mercado é determinado num processo de equilíbrio de forças orientadas para o Valor Econômico estimado pelos estudiosos e profissionais de mercado. (RODRIGUES; MENDES, 2004, p. 67).

2.4 Governança corporativa

Objetivando uma reflexão inicial a respeito do tema Governança Corporativa, reproduz-se a seguinte citação, conforme Silveira (2004, p. 31):

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

Em face dessa citação introdutória, para compreensão dos principais aspectos relacionados à Governança Corporativa, inicialmente será feito um breve comentário sobre a Teoria da Agência (*Agency Theory*), que está fundamentada no problema de agência nas empresas. Na

seqüência, essa seção aborda a assimetria informacional e outros aspectos inerentes à Governança Corporativa: conceitos e definições, modelos, princípios, mecanismos; incluindo-se, também, um item sobre a Governança Corporativa no Brasil.

2.4.1 Teoria da agência

Historicamente, observa-se que as empresas foram administradas por seus proprietários-fundadores e seus descendentes. Assim, a sua propriedade e o seu controle sempre ficavam sob a responsabilidade da mesma pessoa. Todavia, com o crescimento e o desenvolvimento das empresas, os negócios tornaram-se mais complexos, surgindo a separação entre a propriedade e o controle, pois tornou-se difícil, ou quase impossível, os proprietários também concentrarem a função de controle das grandes empresas.

Nesse contexto, a revolução da administração levou o controle da firma, que era do empresário, para os administradores profissionais, enquanto a propriedade tornou-se dispersa entre muitos acionistas não interessados diretamente nas atividades operacionais da empresa, mas, principalmente, preocupados em diversificar e gerenciar o risco de seus investimentos. Essas mudanças criaram as modernas corporações, nas quais predomina a separação eficiente de propriedade e controle administrativo. Dentro dessa concepção, uma premissa legal básica que suporta essa separação eficiente é o objetivo principal das atividades da firma, que deve ser o de aumentar o seu resultado e os ganhos financeiros dos acionistas. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 1999).

Ao contrário, inexistindo a separação entre administração e controle, uma empresa provavelmente fica limitada às habilidades de seus proprietários para administrá-la e tomarem decisões estratégicas eficientes. Assim, essa separação é eficientemente correta do ponto de vista teórico e econômico.

Por conseguinte, a separação entre proprietários e administradores cria uma relação de agência, a qual é definida por Jensen e Meckling (1976, p. 308) da seguinte forma:

Definimos uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em nome do principal,

envolvendo a delegação de algum poder de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do principal.⁸

Por sua vez, Hitt, Ireland e Hoskisson (1999) comentam que uma relação de agência existe quando uma parte delega a responsabilidade de tomada de decisão a uma segunda parte por uma compensação.

No entanto, com essa separação entre propriedade e controle, podem surgir problemas da relação principal-agente ou, mais especificamente, da relação entre os proprietários (acionistas) e os gestores, tendo em vista os interesses divergentes desses atores em relação à companhia, pois cada lado buscará melhorar seu próprio *status* à revelia da prosperidade da companhia (AKDERE; AZEVEDO, 2006, p. 50). Assim, os problemas começam a surgir quando um agente toma decisões que resultam na perseguição de objetivos conflitantes com os interesses do principal. Por isso, a relação principal-agente pode levar ao oportunismo administrativo, entendido como atitudes ou comportamentos tortuosos em relação à companhia na busca de interesses pessoais. (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 1999, p. 357).

Brigham e Houston (2003, p. 17) definem um Problema de Agência como o “Conflito potencial de interesses entre o agente (o administrador) e (1) os acionistas externos à administração ou (2) os credores (portadores de títulos de dívida).”

Portanto, considerando que a reputação atual dos agentes (gestores) é um guia imperfeito para o seu comportamento futuro e não é fácil observar o oportunismo administrativo, o principal (acionista) estabelece mecanismos de governança e controle para alinhar os interesses de todos os participantes da companhia, de modo a garantir a continuidade e prosperidade dos negócios. Não obstante, “[...] uma reintegração entre propriedade e controle pode promover investimentos produtivos e melhorar a rentabilidade da corporação.”⁹ (LEHMANN; WARNING; WEIGAND, 2004, p. 280).

⁸ “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.”

⁹ “[...] a reintegration of ownership and control may foster productive investments and enhance profitability.”

Enfim, esses conflitos de interesse entre principal e agente, segundo Gomes e Braga (2005), “[...] são modelados na microeconomia pela teoria da agência, que tem por base dois axiomas: a inexistência de agentes perfeitos e a impossibilidade de se elaborar contratos completos.”

Rozo (2003, p. 23) explica os fundamentos da Teoria da Agência¹⁰ da seguinte forma:

A teoria da agência trata de problemas resultantes dos conflitos de interesse que emergem numa relação de contrato, formal ou informal, quando as partes contratantes possuem informação assimétrica ou há presença de interesse. O principal objetivo dessa teoria é explicar como as partes contratantes efetuam seus contratos de forma a minimizar os custos associados aos problemas de informação assimétrica e incerteza. A teoria da agência também ressalta a existência do mercado e de mecanismos institucionais capazes de completar os contratos para reduzir aqueles problemas.

Contudo, é de conhecimento geral que as questões corporativas geram conflitos de interesse e, conseqüentemente, riscos que, se não forem gerenciados adequadamente, dificultam o cumprimento de metas, reduzem o valor da corporação e podem colocar em risco a sua continuidade e sobrevivência.

Direcionando a discussão sobre conflitos de agência para a realidade das empresas brasileiras, reproduzem-se os seguintes comentários de Silveira (2005, p. 56):

A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Assim, observa-se essa característica nas empresas brasileiras no que diz respeito aos conflitos de agência, pois, enquanto a teoria diz que eles existem predominantemente entre gestores e proprietários, nas companhias brasileiras prevalecem aqueles entre acionistas controladores e acionistas não controladores. Esse fato está condizente com as observações de Shleifer e Vishny (1997), os quais constataram que nas grandes corporações de vários países o problema principal de governança não é o conflito referente à separação entre propriedade e

¹⁰ De acordo com Santos (2004, p. 23), a Teoria da Agência (*Agency Theory*), na forma como atualmente é conhecida, foi desenvolvida a partir das contribuições de Jensen e Mecklin (1976); mas já tinha sido referida por Berle e Means em 1932 na obra “*The Modern Corporations and Private Property*”, ao tratarem do clássico problema da divergência de interesses decorrentes da separação entre propriedade e gestão nas empresas, sendo considerado o início da Teoria da Agência.

controle, mas as relações entre acionistas majoritários e acionistas não controladores (ou minoritários).

A respeito desse tipo de conflito, Rozo (2003, p. 9) faz o seguinte comentário:

Quando a segregação do capital culmina com o aparecimento de acionistas minoritários não gestores, surge um conflito potencial entre esses e os acionistas majoritários que caracteriza o que denominamos segundo conflito de Governança Corporativa, onde acionistas minoritários podem ser expropriados pelos majoritários.¹¹

Assim sendo, enquanto o primeiro conflito de governança corporativa diz respeito aos gestores e proprietários, o segundo está relacionado aos acionistas majoritários controladores e acionistas não controladores, que é o mais comum nas empresas brasileiras.

Por essas razões, o principal desafio para o movimento da governança corporativa no Brasil é instigar as companhias a aprimorarem suas práticas de governança para a proteção dos acionistas não controladores, bem como dos credores de longo prazo, já que as mudanças necessárias na legislação pertinente são muito lentas. Sobre o assunto, Carvalho (2002, p. 21) explica que essa proteção é composta pelo conjunto de regras/leis (*corporate governance*); disponibilidade de fluxo contínuo de informações relevantes que permita aos acionistas não controladores e credores avaliar se seus direitos estão sendo observados (*disclosure*) e potencial dos agentes para fazer com que seus direitos legais sejam observados (*enforcement*¹²). Nesse caso, La Porta *et al* (1998) destacam que as leis e a rigidez com que são impostas são fatores determinantes dos direitos que os detentores de títulos possuem e do quão bem eles estão protegidos para reaverem seus recursos.

No mesmo contexto, Leal e Valadares (2000) argumentam que o alto índice de emissão de ações preferenciais nas companhias brasileiras atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com

¹¹ Caracteriza-se como “acionista minoritário”, ou “acionista não controlador”, o proprietário de ações cujo total não lhe permite fazer parte do controle da companhia. Por essa razão, esse acionista fica vulnerável às decisões dos acionistas controladores (majoritários), os quais poderão agir de forma a não beneficiar, justa e igualmente, a todos os acionistas da companhia, majoritários e minoritários.

¹² Na concepção de Barros *et al* (2000), *enforcement* diz respeito aos mecanismos que amparam os investidores minoritários quando seus direitos são violados. Entre outros, essa atividade ou intermediação pode ser executada pelo Conselho de Administração, por órgãos reguladores públicos e privados (Bolsas de Valores, CVM etc.), Sistema Judiciário. De forma mais abrangente, pode-se dizer que *enforcement* é sinônimo de efetivo cumprimento das leis ou capacidade de se fazer cumprir as leis ou regras estabelecidas.

uma participação menor no capital da empresa e, em consequência, aumentando o incentivo para a expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Esse aspecto negativo de expropriação da riqueza por parte dos gestores e acionistas majoritários pode ocorrer de várias formas. La Porta *et al* (2004, p. 498-499) citam os seguintes exemplos:

- a) gestores e acionistas majoritários simplesmente se apropriam dos lucros;
- b) gestores e acionistas majoritários vendem, por preços abaixo dos praticados pelo mercado, ativos da firma que controlam para outra que possuam;
- c) admissão de membros da família em posições da alta administração sem possuírem qualificação para as funções;
- d) remuneração de executivos com valores acima dos praticados pelo mercado etc.

Assim, através desses exemplos, percebe-se que a expropriação está diretamente relacionada ao problema de agência, que foca na consumação de privilégios por administradores e outras formas de construção de riqueza. Em outras palavras, pode-se entender que existe a possibilidade de alguns gestores e acionistas majoritários utilizarem o lucro da companhia em benefício próprio em vez de retornar o dinheiro, de forma igualitária e proporcional, para todos os investidores.

Nesse caso, Dubeux (2001, p. 49) ressalta que a expropriação reflete no enfraquecimento da geração de riquezas provenientes de operações de financiamento no mercado de capitais, pois os investidores potenciais passam a se recusar a financiar as empresas, o que, por sua vez, dificulta as atividades empresariais e empreendedoras, fundamentais para a alavancagem da economia.

Como forma de eliminar ou minimizar os conflitos de agência, Pedreira e Santos (2002, p. 2) escrevem o seguinte:

[...] a estrutura da governança deve especificar a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa – como os dirigentes, acionistas, conselho de administração e outros *stakeholders* – e detalhar as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se

refere a assuntos corporativos. Por fazer isso, provê a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir seus objetivos e monitorar seu desempenho.

Como observado, o problema de agência constitui um desafio importante para a Governança Corporativa e, conforme Yamamoto (2005), poderia ser solucionado através da elaboração de contratos perfeitos que abrangessem, em suas cláusulas, todas as formas de relacionamento, deveres e obrigações das partes e todas as possibilidades de contingenciamento. Essa solução, embora ideal, é impraticável, sendo os conflitos de interesses minimizados através da elaboração de contratos com regras claras, mas não eliminados.

Enfim, o problema de agência dos gestores ou administradores é a base para o entendimento dos problemas de governança corporativa e o ponto de partida para se descobrir a melhor estrutura de governança a ser utilizada em cada empresa.

2.4.1.1 Assimetria informacional

O estudo sobre governança corporativa leva ao entendimento do que seja “assimetria informacional” ou “informação assimétrica”¹³, em razão da estreita relação que existe entre ambas e a Teoria da Agência.

Na explicação de Akdere e Azevedo (2006, p. 49), “Ocorre assimetria informacional quando a capacidade do principal de monitorar o trabalho e o comportamento do agente fica limitada, restrita ou interrompida por outros fatores conhecidos apenas pelo agente.”¹⁴

Em outras palavras, constitui-se como assimetria informacional a situação na qual os gestores dispõem de informação privilegiada (*inside information*) a respeito das perspectivas das empresas nas quais trabalham, de modo que investidores e o mercado como um todo ficam sem essa prerrogativa devido à sua ausência na gestão dessas empresas das quais são proprietários ou interessados. Com efeito, os gestores, freqüentemente, têm informações melhores sobre suas empresas do que os investidores externos. Por exemplo, os

¹³ Para maiores detalhes sobre a natureza das assimetrias informacionais, consultar AKERLOF (1970).

¹⁴ “*Asymmetry of information occurs when the principal’s ability to monitor the agent’s behaviors and work is limited, restrained, or interrupted by other factors known only to the agent*”.

administradores sabem mais a respeito dos custos, da posição competitiva e das oportunidades de investimentos da empresa do que os seus proprietários.

Baseando-se em Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005, p. 3), pode-se dizer que a assimetria de informações leva a dois problemas: 1) à seleção adversa e 2) ao risco-moral. O primeiro problema refere-se a possibilidade de o investidor ou credor selecionar as empresas de maior risco em detrimento das menos arriscadas. O segundo diz respeito à possibilidade de as empresas agirem de maneira que vá contra os interesses dos fornecedores de recursos, *i.e.*, não gerar o máximo empenho para que os recursos investidos sejam bem gerenciados e as promessas de pagamento sejam cumpridas (problema principal-agente).

Contudo, uma forma possível de contornar o problema da assimetria informacional é a contratação de auditoria independente para fiscalizar a administração, bem como dar incentivos a essa para que suas preferências fiquem alinhadas às dos proprietários. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 140).

Por essas razões, as empresas estão mais preocupadas em aumentar o nível de evidenciação e transparência de suas informações – redução da assimetria informacional – como forma de fornecer maior segurança ao mercado e, especialmente, aos investidores. Logo, a divulgação eficaz de informações é essencial para assegurar que o mercado, principalmente os investidores, possa entender melhor o desempenho da empresa e, conseqüentemente, o seu perfil de risco.

Portanto, cabe a um bom sistema de governança corporativa procurar, constantemente, reduzir a assimetria informacional existente entre aqueles que participam, direta ou indiretamente, da gestão e os que têm algum interesse econômico-financeiro na companhia. Isso é concretizado através da divulgação pública de informações adicionais ao mercado, não se limitando apenas às informações exigidas legalmente. Então, a partir do momento em que a empresa aumenta o grau de transparência de sua gestão e dos resultados por ela alcançados, o mercado, como um todo, fica mais confiante, aumentando a probabilidade de investimento ou financiamento nos negócios dessa empresa.

Essas explicações confirmam os comentários de Ribeiro Neto e Famá (2003, p. 3), quando dizem que “[...] os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.”

Com relação ao Brasil, tendo em vista o mercado de capitais ser extremamente concentrado e poucas empresas com o controle acionário negociado em Bolsa, existe pouca assimetria informacional entre administradores e investidores, uma vez que os proprietários têm acesso privilegiado às informações das empresas. (LOPES, 2002, p. 90-91).

2.4.2 Conceitos e definições de governança corporativa

A partir das discussões anteriores, pode-se definir Governança Corporativa como o esforço contínuo em alinhar os objetivos da administração das empresas aos interesses dos acionistas. Isso envolve as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, uma Auditoria Externa e até mesmo um Conselho Fiscal. A boa governança corporativa permite uma administração ainda melhor e a monitoração da direção executiva da empresa. Não obstante, a empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas-mestras: transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade. (BOVESPA, 2005).

Para o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2005), 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”. Por conseguinte, o IBGC ressalta que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Conforme já apresentado anteriormente, Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre o seu investimento.

Hitt, Ireland e Hoskisson (1999, p. 353) expressam a definição de governança corporativa da seguinte forma: “Governança corporativa é uma relação entre os *stakeholders* a qual é usada para determinar e controlar o desempenho e a direção estratégica das organizações.”¹⁵

Adicionalmente, esses autores comentam que a governança corporativa pode ser tida como os meios usados nas corporações para estabelecer o equilíbrio entre os proprietários da empresa e os gerentes de alto nível, cujos interesses podem ser conflitantes.

Na concepção de Carvalho (2002, p. 19), de maneira bastante genérica, governança corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa, visando minimizar os problemas de agência.

Santos (2004, p. 20) sintetiza a definição de Governança Corporativa como:

[...] a capacidade de controlar o comportamento dos agentes de uma organização, de modo a fazer que os seus recursos (=recursos dessa organização) sejam mobilizados e aplicados de forma eficaz e eficiente e sob níveis de risco adequados para o cumprimento da missão e dos objetivos requeridos pelos acionistas e outros participantes relevantes.

Enfim, segundo Andrade e Rossetti (2004, p. 52):

[...] pode-se definir a governança como um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a **maximização da riqueza** dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim. (grifo nosso).

Em relação ao presente estudo, utiliza-se a definição de governança corporativa como: os mecanismos através dos quais gestores e acionistas asseguram um bom desempenho da corporação, garantindo retornos para os *shareholders* e *stakeholders* cada vez mais significativos. Em consequência, todos os que participam da companhia – acionistas, gestores/executivos, empregados, fornecedores, credores, comunidade e governo – “saem ganhando”.

Corroborando essa definição, Witherell (2000, p. 1) comenta que “Governança não se restringe a processos e procedimentos dos órgãos de administração. Envolve a gama completa

¹⁵ “*Corporate governance is a relationship among stakeholders that is used to determine and control the strategic direction and performance of organizations.*” (grifo original).

de relações entre os gestores da companhia, o conselho, os *shareholders* e outros *stakeholders*, tais como seus empregados e a comunidade na qual se encontra.”¹⁶

Por conseguinte, a estrutura da governança especifica a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa e detalha as regras e procedimentos para a tomada de decisões no que se refere a assuntos corporativos. Portanto, segundo Yamamoto e Prado (2003), a Governança Corporativa é o campo da economia que investiga como empresas podem se tornar mais eficientes por usar a estrutura institucional, *i.e.*, contratos, estrutura organizacional e leis.

Com base nessas definições e de acordo com Cerda (2000, p. 2), pode-se dizer que um sistema de governança corporativa possui dois objetivos essenciais:

1. prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração, visando à maximização de valor da empresa;
2. estabelecer responsabilidades e outros tipos de salvaguardas para evitar que os acionistas majoritários, membros da diretoria e gestores (*insiders*) promovam qualquer tipo de expropriação de valor em detrimento dos acionistas minoritários e credores (*outsiders*).

Dessa forma, pode-se dizer que o primeiro objetivo busca a prosperidade do negócio, enquanto o segundo diz respeito à distribuição justa dos lucros da empresa entre acionistas, gestores, credores e demais partes interessadas.

No ponto de vista de Saddi (2003), a Governança Corporativa deve cuidar de policiar (zelar contra) o comportamento inadequado das atividades empresariais, proporcionando a geração de valor agregado, de forma a aumentar o patrimônio empresarial.

Portanto, pode-se dizer que a Governança Corporativa está relacionada às melhores formas de se reduzirem os problemas de agência numa corporação, buscando sempre alinhar os

¹⁶ “Governance is more than just board processes and procedures. It involves the full set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and its other stakeholders, such as its employees and the community in which it is located”

interesses dos agentes aos interesses dos acionistas, de modo a minimizar os custos derivados desse problema. Todavia, o *approach* da Governança Corporativa é bem mais amplo, pois também existe a abordagem dos *stakeholders* e de outros provedores de fundos da firma que vai além da relação principal-agente.

Segundo o IBGC (2005), a McKinsey & Company, em parceria com o Banco Mundial, conduziu uma pesquisa, em junho de 2000, junto a investidores institucionais, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência; no caso do Brasil, esse percentual ficou por volta de 23%.

Os seguintes comentários confirmam os resultados dessa pesquisa:

Elevações inéditas nas faixas de preço, demandas inúmeras vezes superiores à oferta e valorizações acima de 100% nas cotações em pouco mais de seis meses. Essas e outras notícias marcaram a trajetória de boa parte das companhias que abriram o capital listadas no Novo Mercado ou no Nível 2. Mais do que refletir a celebrada recuperação do mercado de capitais, elas provaram que os investidores realmente se dispunham a pagar um prêmio pela adoção das melhores práticas de governança corporativa. (GUIMARÃES, 2006, p.24).

Algumas outras conclusões dessa pesquisa referida pelo IBGC foram:

- os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina;
- três quartos dos investidores dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto o desempenho financeiro quando estão avaliando companhias para investimentos;
- na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e freqüentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas;
- a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.

Dessa forma, os investidores estarão dispostos a pagar mais pelas ações de empresas que demonstrem respeito aos direitos dos acionistas não controladores e adotem boas práticas de governança corporativa, as quais são fundamentais em maior transparência e integridade dos procedimentos de gestão.

2.4.3 Modelos de governança corporativa

A partir de características dos mecanismos de governança corporativa, observa-se, na literatura pertinente, estudos que buscam definir as diferenças nas estruturas de governança existentes nas empresas e entre os países. Por isso, os trabalhos na área de governança corporativa, geralmente, destacam dois modelos de governança (YAMAMOTO; PRADO, 2003):

- a) o modelo Anglo-Americano e
- b) o modelo Germânico-Japonês.

O modelo Anglo-Americano, ou Anglo-Saxônico, é caracterizado por empresas com propriedade dispersa, entre vários acionistas, e o poder individual dos acionistas é fraco devido à parcela pequena de propriedade. Um desempenho insatisfatório da empresa normalmente é visto como motivação para a venda das ações, com conseqüências como aquisições hostis ou fusões. Os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores. (OKIMURA, 2003, p. 26).

O modelo Germânico-Japonês, ou Nipo-Germânico, é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou uma outra empresa, além de estruturas familiares. A existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada, freqüentemente, existe em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários. (OKIMURA, 2003, p. 26).

O Quadro 1 apresenta as principais características desses dois modelos de governança corporativa.

Quadro 1: Características dos modelos de governança corporativa

Características	Modelos	
	Anglo-Saxônico	Nipo-Germânico
Objetivo principal	Criação de valor para os acionistas (<i>shareholders</i>)	Criação de valor para os acionistas e demais agentes (<i>stakeholders</i>).
Nível de concentração do capital	Participações pulverizadas.	Maior concentração.
Participação acionária x liquidez	Bolsas de Valores garantem liquidez às participações de curto prazo.	Participações acionárias de longo prazo e cruzadas. Liquidez não é privilegiada.
Nível de transparência para o mercado	Elevado.	Baixo.

FONTE: Almeida (2002) *apud* Silva e Zotes (2004, p. 26) adaptado.

Resumidamente, o modelo Anglo-Americano de governança corporativa é baseado no mercado de capitais, ao passo que o modelo Germânico-Japonês é fundamentado em investidores de longo prazo. Entretanto, existe uma tendência mundial de convergência entre os dois modelos, pois é consenso entre os agentes que a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e de países, independentemente do modelo a ser adotado.

Partindo do princípio de que a discussão do tema Governança Corporativa está estreitamente relacionada à conjectura de contratos incompletos e intrinsecamente relacionados à firma, e considerando essa como um conjunto de contratos formais e informais entre proprietários, gestores, financiadores, funcionários, fornecedores, consumidores e outras partes interessadas, Hawley e Williams (1996) destacam os seguintes modelos de governança corporativa:

- a) modelo financeiro;
- b) modelo *stewardship*;
- c) modelo *stakeholder* e
- d) modelo político.

Assim sendo, no modelo financeiro de governança corporativa, o problema principal são todas as formas de contratos que buscam alinhar as ações dos gestores aos interesses dos

acionistas e, de forma mais ampla, incluindo os interesses de todos aqueles que possuam direito de crédito sobre a firma: os financiadores. Nesse caso, o problema extrapola a *Agency Theory*, surgindo a necessidade de considerar-se tanto os custos de agência quanto os custos de transações econômicas.

No modelo *stewardship*, os gestores são considerados como bons econômicos da empresa e responsáveis pela obtenção de altos níveis de lucro e retorno para os acionistas. Por sua vez, na ótica do modelo *stakeholder*, a governança corporativa transcende a preocupação com os acionistas e financiadores e envolve todas as partes que possuem algum interesse na empresa, baseando-se não apenas na maximização da riqueza dos acionistas e na devolução dos capitais (remunerados), mas na maximização da riqueza total que a empresa pode proporcionar. Nesse sentido, a Contabilidade é desafiada a criar medidas de desempenho da riqueza total gerada para a própria empresa e para a sociedade.

Por último, no modelo político, considera-se que a distribuição de poder, privilégios e lucros entre proprietários, gestores e *stakeholders* é determinada pelas condições de favorecimento de cada um dos vários eleitores, em que a habilidade política e os instrumentos utilizados pelos interessados na empresa são considerados para obter vantagens.

2.4.4 Princípios de governança corporativa

A OECD, Organisation for Economic Co-Operation and Development¹⁷ (2004), divulgou os seguintes Princípios Fundamentais sobre Governança Corporativa, os quais são considerados como a base para uma governança corporativa eficaz:

- I. **Assegurar a base para um sistema eficaz de governança corporativa:** O sistema de governança corporativa deve promover mercados transparentes e eficazes e ser coerente com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei.

¹⁷ Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

- II. **Direitos dos acionistas e principais funções da propriedade:** O sistema de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
- III. **Tratamento equitativo dos acionistas:** O sistema de governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os não controladores e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.
- IV. **Papel dos *stakeholders* (outras partes interessadas) na governança corporativa:** O sistema de governança corporativa deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordos mútuos, e estimular a cooperação ativa entre corporações e *stakeholders* (partes interessadas) para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.
- V. **Disclosure e transparência:** O sistema de governança corporativa deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e governança da empresa.
- VI. **Responsabilidades do Conselho de Administração:** O sistema de governança corporativa deve garantir a gestão estratégica da empresa, o monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas.

É importante destacar que os países-membro da OECD consideram esses princípios como uma base geral e essencial para o desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa.

Por sua vez, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004), inspirado nos principais códigos internacionais de governança, está fundamentado nos seguintes princípios básicos:

- transparência (*Disclosure*);
- equidade (*Fairness*);
- prestação de contas (*Accountability*);

- responsabilidade corporativa.

Referindo-se ao Princípio da Transparência, o IBGC (2004) explica que, mais do que “a obrigação de informar”, a Administração deve cultivar o “desejo de informar”, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, mas deve contemplar, também, os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiem a ação empresarial e que conduzam à criação de valor.¹⁸

Conforme ressalta Saddi (2003, p. E-2):

Transparência é respeito ao investidor, é cultura de investimento. Se [...] a informação é um bem valioso – e escasso por definição –, é necessário criar mecanismos de incentivo para que se revelem mais informações aos investidores – a prática do disclosure – e para que se crie um ambiente de investimentos em que, sobre as ações dos executivos, paira o crédito. Aliás, é disso que mais se precisa.

Portanto, o aumento da transparência da empresa tende a elevar seu valor de mercado, já que a falta de informação aumenta o risco, fazendo com que os investidores apliquem deságio sobre o que deveria ser o preço justo da empresa. Ocorre, igualmente, uma menor dispersão das expectativas, viabilizando uma valorização mais apropriada da empresa. Nessa mesma linha de raciocínio, a transparência concorre para o aumento da liquidez dos valores mobiliários emitidos pela empresa que, tendo melhores informações, mais analistas a acompanharão, estimulando decisões de compra e venda. Enfim, conforme salienta Dubeux (2001, p. 58), “A informação constitui direito básico do acionista e condição essencial de funcionamento eficiente do mercado de capitais.”

Mas, tudo isso conduz a um dilema: “Por um lado, os investidores exigem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia. Por outro, a empresa teme que essa transparência signifique entregar informações valiosas aos concorrentes.” (LETHBRIDGE, 2006, p.33).

¹⁸ Entenda-se “transparência” como a qualidade das informações, principalmente contábeis, com relação à fidedignidade aos fatos sócio-econômico-financeiros no âmbito da corporação, bem como as informações adicionais às exigências legais, fornecidas pela companhia, cuja divulgação não seja prejudicial às suas estratégias.

O Princípio da Equidade caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.

A essência do princípio da *Accountability* fundamenta-se na prestação de contas que os agentes da governança corporativa devem realizar sobre a sua atuação a quem os elegeu, respondendo, integralmente, por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Por último, a base do Princípio da Responsabilidade Corporativa é que os Conselheiros e executivos devam zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devam incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atue. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades 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. Inclui-se, nesse princípio, a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

Segundo o Boletim Disclosure das Transações Financeiras (Set./2003, p. 1), os principais pontos preconizados pela maioria dos mercados que adotaram os princípios de governança corporativa podem ser resumidos como segue:

- melhorar a divulgação das informações da sociedade;
- análise das informações da sociedade por empresas de auditoria externa;
- aumentar os poderes do Conselho de Administração sobre os altos executivos da sociedade;
- nomeação de conselheiros não vinculados aos altos executivos.

Porém, a adoção de práticas de governança corporativa não se dá de forma igual em todos os mercados e países, haja vista serem influenciadas por leis, organização institucional e funcionamento do mercado, poder regulatório/fiscalizador das Bolsas de Valores, cultura local etc. Entretanto, apesar das diferenças, preservam-se os pontos centrais de governança corporativa acima citados.

Ainda segundo a revista supracitada, no caso brasileiro, os regulamentos relativos à governança corporativa da BOVESPA vão muito além, pois: (1) estimulam a dispersão acionária, aumentando a liquidez das empresas; (2) procuram solucionar os conflitos acionários decorrentes da ineficiência do Judiciário via Conselho Arbitral; (3) prevêm a celebração de um contrato entre a BOVESPA e a sociedade em que as partes se submetem aos regulamentos da governança corporativa (equidade, transparência, *disclosure* etc.), buscando valorizar as empresas e proporcionando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2.4.5 Mecanismos de governança corporativa

Os relacionamentos entre as partes interessadas (*stakeholders*) caracterizam a empresa como uma conexão de contratos formais e informais, incompletos por natureza, que implicam questões a serem equacionadas *ex ante* e *ex post* aos fatos objeto desses contratos. Com efeito, o cumprimento desses contratos e as soluções de possíveis conflitos são levados a cabo por um conjunto de fatores que as áreas da Administração e Finanças tem denominado de **Mecanismos de Governança Corporativa**. Integram esse conjunto, os arranjos estruturais e operacionais das empresas, tais como: Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Auditoria Externa, programas de incentivos, monitoramento, mercado de gestores, mercado de membros de conselho de administração e conselho fiscal, mercado de controle das empresas (*takeovers*¹⁹) e o ativismo dos investidores institucionais. (ROZO, 2003).

Nesse contexto, podem-se classificar os principais mecanismos de governança corporativa em internos e externos, conforme resume a seguinte Figura 1:

¹⁹ Entende-se por *takeover* a aquisição de uma empresa ineficiente por outra companhia (ou conglomerado) mais saudável, passando a ser mais bem gerida e proporcionando, assim, um novo ciclo de investimento e crescimento.



Figura 1: Principais mecanismos de governança corporativa

Conforme Santos e Almeida (2002, p. 273), “O conselho de administração nas corporações, geralmente, é aquele que determina as próprias regras da governança corporativa com base em expectativas, concordâncias, consentimentos ou acordos de acionistas e de criteriosa deliberação coletiva.” Por isso, o Conselho de Administração é o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e acionistas não controladores. Tamanha é sua importância, que muitos agentes de mercado chegam a associar o termo governança corporativa a sinônimo de papel ativo e independente do Conselho de Administração. Em síntese, cabe ao Conselho de Administração a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão.

Observe-se, porém, que é muito subjetivo falar em independência do Conselho de Administração em relação aos controladores da companhia, pois as interações entre os diversos agentes da companhia (acionistas, membros do conselho, executivos etc.) ocorrem frequentemente e de forma dinâmica, voluntária ou involuntariamente. Sobre esse aspecto, a OECD (2005) comenta que a governança não se restringe a processos e procedimentos dos órgãos de administração. Isso envolve uma ampla gama de relações entre os gestores da companhia, os conselhos, os comitês, os *shareholders* e *stakeholders* de uma forma geral, tais como seus empregados e a comunidade local na qual se encontra.

A função principal do Conselho Fiscal dentro da estrutura de governança de uma companhia é fiscalizar os atos dos administradores, verificando o cumprimento de seus deveres legais e estatutários, devendo denunciar erros, fraudes ou crimes que descobrir e sugerir providências

úteis aos órgãos de administração ou à Assembléia Geral, quando for o caso. Rodrigues e Mendes (2004, p. 106) explicam que “O Conselho Fiscal tem uma função importante para interligação entre a Governança Societária promovida pelos acionistas de uma companhia e a Governança Corporativa encarregada de produzir os resultados e assim aumentar o valor do negócio.”

O Sistema de Remuneração, segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (1999, p. 371), é definido como “[...] um mecanismo de governança que busca alinhar os interesses dos gestores aos interesses dos proprietários através de salários, bonificações, remuneração de incentivo de longo prazo, tal como *stock options*.”²⁰ Portanto, o propósito desse mecanismo é melhorar o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas e premiar os gestores por seus esforços pela companhia.

Ainda na concepção dos mesmos autores (p. 372), por várias razões, a remuneração dos gestores como um mecanismo de governança é complicada, especialmente a remuneração de incentivo de longo prazo. Os autores apontam três razões principais para essa afirmação:

- 1) as decisões tomadas pelos gestores de alto nível são complexas e não rotineiras;
- 2) as decisões do executivo, freqüentemente, afetam o resultado financeiro da firma por um longo período de tempo;
- 3) um número de variáveis intervém entre o comportamento e as decisões administrativas de alto nível e o desempenho da firma.

Com relação ao primeiro ponto, uma forma de contornar a situação é relacionar a remuneração dos administradores ao resultado mensurável, tal como o desempenho financeiro da firma, pois supervisionar diretamente as decisões dos administradores é inapropriado para julgar a qualidade de suas decisões. No segundo ponto, torna-se difícil avaliar os efeitos das decisões estratégicas atuais dos executivos, tendo em vista essas decisões terem impacto, por um longo período de tempo, no desempenho da companhia. Por último, pelo motivo de as mudanças econômicas, sociais ou legais (variáveis) serem imprevisíveis, torna-se difícil separar os efeitos das decisões estratégicas dos efeitos dessas variáveis sobre o desempenho

²⁰ *Stock options* (Opção de compra de ações) é um mecanismo usado para vincular o desempenho dos executivos ao desempenho das ações da companhia pertencentes a estes.

da companhia. Portanto, embora a remuneração baseada no desempenho possa fornecer incentivos para os administradores tomarem decisões que sirvam melhor aos interesses dos acionistas, tais planos de remuneração sozinhos são imperfeitos para monitorar e controlar os administradores, pois, mesmo sendo um mecanismo para aumentar o valor da firma em linha com as expectativas dos acionistas, estão sujeitos a manipulações administrativas.

A Estrutura de Propriedade da empresa afeta sua governança corporativa, uma vez que uma empresa com estrutura de propriedade muito pulverizada tende a ter composição do Conselho de Administração e relação de agência distintas de uma empresa com estrutura de propriedade concentrada. (HERMALIN; WEISBACK, 2001, p. 31 *apud* SILVEIRA, 2005, p. 99). Assim, a presença de um acionista controlador ou acordo de acionistas representa impactos distintos na estrutura de propriedade e, conseqüentemente, na empresa como um todo. Nesse sentido, as companhias abertas brasileiras caracterizam-se por uma estrutura de propriedade muito concentrada (principalmente com relação às ações ordinárias), em que a presença de um acionista controlador é marcante, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa de sua confiança para a respectiva função. Portanto, no caso brasileiro existe grande sobreposição entre propriedade e controle.

A importância da Auditoria Interna como parte da estrutura de governança envolve a responsabilidade pela eficiência e eficácia dos sistemas de controles internos, objetivando a integridade, transparência e confiança nas informações e operações, eliminando atividades que não agregam valor à empresa. Nessas circunstâncias, segundo o COSO, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission²¹ (2006), os sistemas de controle internos assumem posição de destaque na estrutura organizacional, por fornecer segurança razoável quanto à possibilidade de atingir objetivos nas seguintes categorias: a) eficácia e eficiência nas operações; b) confiabilidade nos relatórios financeiros e c) cumprimento de leis e regulamentos aplicáveis.

A Auditoria Externa como mecanismo de governança é responsável por atestar se as informações constantes das demonstrações financeiras representam, consistentemente, a realidade da empresa. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004), item 4.1, diz o seguinte:

²¹ Comitê de Organizações Patrocinadoras da Comissão Treadway.

Toda sociedade deve ter auditoria independente, pois se trata de um agente de governança corporativa de grande importância para todas as partes interessadas, uma vez que sua atribuição básica é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade.

Portanto, as empresas que contratam auditorias externas com reputação de competência estão, na verdade, emitindo um sinal de transparência ao mercado e reduzindo a assimetria informacional entre gestores e investidores.

Por sua vez, a questão do controle de companhias abertas tornou-se um problema central na área de finanças, principalmente em virtude do aumento dos casos em que uma empresa ou conglomerado assume o controle de outra por meio da compra da maioria das ações ordinárias em circulação. Esse procedimento é chamado de **aquisição hostil** ou *takeover*, pois, em muitos casos, a compra da participação majoritária ocorre contra a vontade dos acionistas existentes. Portanto, o mercado de aquisição hostil funciona como um mecanismo de governança em razão de os gestores se preocuparem muito com fatos dessa natureza, pois os seus próprios cargos estão em jogo quando muda o controle da companhia. Conseqüentemente, os gestores são forçados a serem mais atentos aos interesses dos acionistas, o que significa a maximização da riqueza da companhia.

Porém, objetivando a proteção dos seus próprios interesses, muitos gestores são capazes de manobras dentro das companhias para tornar as aquisições hostis mais difíceis, tais como o aumento do percentual de acionistas para aprovar uma fusão ou aprovar, em votação, uma provisão de “pílula de veneno”²², permitindo aos acionistas de uma empresa que é adquirida por outra comprarem ações da segunda empresa a preços reduzidos. A esse respeito, Brigham e Houston (1999, p. 301) comentam que “As manobras da administração para tornar os *takeovers* mais difíceis têm gerado oposição dos acionistas, principalmente dos grandes acionistas institucionais, que não querem que sejam erigidas barreiras para proteger administradores incompetentes.”

Não obstante, o mercado de trabalho competitivo representa um elemento fundamental nas relações entre tomadores de decisão e proprietários, uma vez que tal mercado está pronto para

²² Pílula de veneno (*poison pill*): medida tomada pela administração de uma empresa com a finalidade de torná-la desinteressante para compradores potenciais, evitando, assim, uma aquisição hostil de controle acionário. Pode-se citar, como exemplo, a decisão de uma empresa de dar enormes bônus de aposentadoria a seus administradores, representando grande parte da riqueza da empresa, no caso de aquisição de controle acionário. (BRIGHAM; HOUSTON, 1999, p. 18-19).

oferecer novos profissionais cada vez mais qualificados e aptos a exercerem cargos executivos. Isso faz com que os gestores em atividade sintam-se pressionados em melhorar cada vez mais o seu perfil perante a corporação, apesar de que isso nem sempre é uma realidade.

Por sua vez, os agentes do mercado financeiro, também, podem funcionar como um mecanismo de governança corporativa ou contribuir para melhoria das práticas de governança, seja através de imposições referentes a políticas de mercado ou parcerias em relação às companhias.

Referindo-se aos mecanismos de governança no Brasil, Silveira (2004, p. 24) comenta que:

[...] em contraste com os países anglo-saxões, o ambiente brasileiro é caracterizado por uma alta concentração de propriedade, inexistência de mercado de aquisições hostis, separação entre propriedade e controle pela emissão de duas classes de ações, controle familiar e utilização menos intensa de remuneração por meio de opções de ações.

Contudo, não existe um modelo único de governança corporativa e cada país, com o passar do tempo, desenvolveu uma ampla variedade de mecanismos para superar os problemas de agência surgidos pela separação de propriedade e controle. (MAHER; ANDERSON, 1999, p. 4-5).

Enfim, o conjunto dos mecanismos de governança corporativa tem como característica predominante a capacidade de reduzir custos de agência e custos de transações econômicas, contribuindo para a maximização da riqueza dos acionistas e, de forma mais abrangente, satisfação dos *stakeholders*, uma vez que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para o bom andamento e cumprimento dos diversos contratos que formam a organização empresarial.

2.4.5.1 Custos de agência

Conforme já exposto neste trabalho, a separação entre propriedade e gestão, normalmente, traz conflitos de interesses entre principais e agentes, e mais especificamente entre acionistas e gestores. Em razão dessas circunstâncias, aliado ao fato de que não se sabe quais gestores poderão agir oportunisticamente, os acionistas estabelecem mecanismos de governança para

alinhar as ações dos gestores aos seus interesses (dos acionistas). Porém, esses mecanismos originam custos, tais como os relativos a monitoramento e controle das ações dos gestores, bem como os relativos a despesas dos gestores para garantir que suas ações atenderão aos interesses dos acionistas. Esses custos relativos ao alinhamento dos interesses dos gestores aos interesses dos acionistas são denominados de **Custos de Agência**.

Segundo Nossa, Kassai e Kassai (2000, p. 7), “Os custos de agenciamento são os gastos incorridos na prevenção e resolução de conflitos entre o principal e o agente, ou seja, aqueles associados à contratação entre as partes, bem como as perdas resultantes das atitudes oportunistas do agente.”

Logo, os custos de agência englobam custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; gastos gerados pelo agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

2.4.6 A governança corporativa no Brasil

De um modo geral, esse item trata de aspectos referentes à Governança Corporativa no Brasil, e especialmente dos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA em seus três segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 1 de Governança Corporativa e Nível 2 de Governança Corporativa.

2.4.6.1 Aspectos introdutórios

No Brasil, os principais documentos que tratam do tema Governança Corporativa são: o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM, os quais foram elaborados com base nos principais códigos

internacionais de governança corporativa. Por conseguinte, esses documentos servem como diretrizes para as empresas brasileiras nas questões de governança corporativa.

Conforme Silveira (2005), além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais, também, vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, destacando-se:

- criação do IBGC em 1995;
- aprovação da Lei nº 10.303 de 31/10/2001 (conhecida por Nova Lei das Sociedades Anônimas);
- criação dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado pela BOVESPA;
- estabelecimento de novas regras pela SPC, Secretaria de Previdência Complementar, para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- definição pelo BNDES da adoção de práticas de boa governança como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

Através de pesquisa realizada pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), pode-se traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em Bolsa, com as seguintes características:

- estrutura de propriedade com forte concentração de ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- presença de acionistas não controladores pouco ativos, cujos interesses ainda não completamente reconhecidos;

- alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do Conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- pouca clareza na divisão dos papéis entre Conselho e Diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração;
- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitê para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão;
- nível de transparência insuficiente segundo os investidores.

Por outro lado, um modelo emergente de governança corporativa das companhias brasileiras vem, paulatinamente, incorporando os seguintes aspectos: consideração mais explícita dos interesses dos acionistas não controladores; acionistas não controladores mais ativos; sobreposição moderada da propriedade e gestão, clareza na divisão dos papéis Conselho/Diretoria Executiva; estruturas formais dos conselhos (presença de comitês); equilíbrio entre conselheiros independentes, externos e internos; conselheiros mais profissionais; remuneração variável mais difundida.

2.4.6.2 Níveis de governança corporativa da BOVESPA

As dificuldades para promoção das mudanças nos padrões de governança por meio de reformas legislativas, em razão da oposição de alguns empresários e grupos políticos dominantes, levaram alguns mercados a criarem mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas, a exemplo do Neuer Markt Alemão e do Nuevo Mercado da Bolsa de Madri, entre outros. Nesse sentido, os contratos privados entre a BOVESPA e as companhias abertas, contemplando compromissos de práticas adicionais de governança corporativa, representam mecanismos alternativos às reformas legislativas no Brasil.

Por isso, o Novo Mercado (NM), o Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC) e o Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC) são segmentos especiais do mercado de capitais no

Brasil desenvolvidos pela BOVESPA e implantados em dezembro de 2000²³, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação para estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Assim, enquanto o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir capital²⁴, os Níveis Diferenciados 1 e 2 têm como base principal empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.

Assim sendo, inspirado em parte no Neuer Markt Alemão (criado em 1997), o Novo Mercado foi instituído com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro, bem como atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações sobre os atos praticados pelos controladores e administradores das empresas. Esse segmento especial possui regras de listagem diferenciadas, em que as companhias participantes se comprometem, de forma voluntária, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira. Em resumo, o Novo Mercado se fundamenta em dois princípios básicos: a) elevação dos níveis de transparência das companhias e b) aumento do nível de governança corporativa. A primeira empresa a participar do Novo Mercado foi a Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR, em 1º/2/2002.

Nesse ponto, cabe destacar um aspecto de suma importância sobre o NM, que é a detenção apenas de ações ordinárias por parte das companhias que participam desse segmento. Conseqüentemente, as ações dessas empresas não comungam de dois problemas graves pertencentes às ações preferenciais que, segundo Gradilone e Napolitano (2006, p. 28), são: 1º) impossibilidade de participação nas decisões estratégicas das empresas e 2º) impossibilidade de obtenção de lucros com a venda do controle do negócio, considerado um dos principais atrativos da Bolsa de Valores.

Os “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – NDGC” 1 e 2 da BOVESPA são assim chamados haja vista o grau de compromisso assumido pelas empresas em relação às práticas de boa governança. Foram criados com o objetivo de incentivar e preparar,

²³ O N1GC e o N2GC foram inaugurados em junho/2001, e o NM foi lançado em dezembro/2001.

²⁴ As empresas que estão abrindo o seu capital podem listar-se no Novo Mercado mediante uma distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões. As empresas já listadas na Bovespa podem migrar para o Novo Mercado sem necessidade de distribuição pública, desde que tenham pelo menos 500 acionistas e atendam às demais condições do Regulamento desse segmento.

gradativamente, as companhias a aderirem ao Novo Mercado, proporcionando maior destaque aos esforços das empresas na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

Portanto, quando do lançamento do NM e dos NDGC da BOVESPA, tinha-se a expectativa de que as empresas que se adaptassem às novas regras teriam uma valorização no preço de suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o Patrimônio Líquido, além da expectativa de redução nos custos de captação ao longo do tempo. (AGUIAR; CORRAR; BATISTELA, 2004).

Santana (2001, p. 6) escreve que os principais benefícios que a implementação do NM e dos NDGC podem proporcionar às empresas são: melhoria da imagem institucional; maior visibilidade; maior demanda pelas ações; maior valorização das ações; menor custo de capital. Por outro lado, o autor apresenta os principais benefícios para os investidores como sendo: maior precisão na precificação das ações; melhoria do processo de acompanhamento e fiscalização; maior segurança quanto aos seus direitos societários; redução de risco para o país; canalização de mais poupança para a capitalização das companhias; investimentos mais seguros e diversificados; empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

Com base nessas considerações, podem-se sintetizar as principais finalidades do NM e dos NDGC da BOVESPA nos seguintes pontos:

- redução da assimetria informacional entre investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas;
- redução do custo de capital das companhias que se adaptarem às novas regras;
- aumento do retorno do investimento;
- estimular o interesse dos investidores pelo mercado de capitais no tocante à aquisição de ações e outros títulos e valores mobiliários;
- contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro;
- Proporcionar meios para a valorização das companhias;

Dessa forma, entende-se que atualmente o mercado de capitais brasileiro está dividido em quatro segmentos, conforme ilustra a figura abaixo.



Figura 2: Segmentos do mercado de capitais brasileiro

Em síntese, o que diferencia esses quatro segmentos entre si é o nível de exigência de práticas de governança corporativa das empresas para listagem na BOVESPA. A pirâmide ilustrada na Figura 2 caracteriza esses setores do mercado de capitais, desde o Mercado Tradicional com nível de exigência menor (na base da pirâmide) até o Novo Mercado com nível de exigência mais elevado (no topo da pirâmide).

Nesse contexto, a Figura 3 resume as principais normas de conduta exigidas pela BOVESPA para ingresso nos NDGC e NM.

Nível de Governança Corporativa		Práticas de Governança Corporativa Exigidas pela BOVESPA (Normas de Conduta)	
NOVO MERCADO	NÍVEL 1		Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital.
			Realização de ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
			Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria.
			Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.
			Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.
			Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.
	NÍVEL 2		Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano.
			Demonstrativos anuais seguindo as normas dos <i>Generally Accepted Accounting Principles</i> (US GAAP) ou <i>International Accounting Standards</i> (IAS), no caso das informações trimestrais.
			Extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais – se for o caso (<i>tag al</i>
			Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que sejam deliberados em assembléia geral.
			Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro no N2GC (ou NM).
			Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.
			Capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.

Figura 3: Níveis de governança corporativa da BOVESPA e suas normas de conduta

FONTE: Informações pesquisadas na BOVESPA (2005)

A partir dessa figura pode-se dizer, resumidamente, que as companhias do N1GC se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, evitando concentração de investimento nas mãos de poucos acionistas; as companhias do N2GC, bem como seus controladores, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas não controladores, incentivando a participação de pequenos investidores; as companhias listadas no NM têm como principal característica o capital social composto apenas por ações ordinárias, proporcionando uma participação mais ativa de todos os acionistas na vida da empresa, uma vez que todos têm o direito ao voto nas deliberações sociais. Destarte, como bem lembra Dubeux (2001, p. 92), “[...] observa-se na realidade a criação de um sistema de

três níveis, permitindo às companhias aderirem aos segmentos de listagem que melhor lhe convierem, dado o estágio de transparência em que se encontram e o nível de governança que queiram oferecer aos seus acionistas.”

Destaque-se, ainda, que todas as regras que disciplinam o NM e os NDGC estão consolidadas em um Regulamento de Listagem, cuja adesão é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato privado entre essas partes e a BOVESPA. Nesse caso, a MB Associados (2000, p. 12) frisa que “A vantagem de se estabelecer contratos privados é que eles são mais facilmente repactuáveis, podendo ser renegociados de acordo com a evolução dos problemas.” Ao contrário do que ocorre com a inflexibilidade das leis, isso favorece, sobremaneira, a liberdade das relações entre as empresas e o mercado, tornando-se um ponto forte para que as companhias tenham interesse em participar e permanecer nesse segmento especial do mercado de capitais nacional.

Por último, vale salientar que existe a Câmara de Arbitragem do Mercado, criada de acordo com a Lei 9.307/96 – Lei da Arbitragem, para as companhias listadas no NM e no N2GC que, segundo Setúbal Júnior (2002, p. 42), foi “[...] especialmente criada para agilizar a solução de eventuais conflitos societários, com redução de tempo, custos e preservação dos minoritários em relação a desigualdades.” Portanto, as companhias participantes obrigam-se a ter como fórum de discussão a Câmara, não recorrendo mais ao Poder Judiciário, exceto nos casos previstos. São oferecidas três formas de arbitragem: ordinária: para as causas mais complexas; sumária: para as causas mais simples e *ad hoc*: mais flexível, estando as partes livres e acordadas para definir o ritmo e a ritualística da arbitragem.

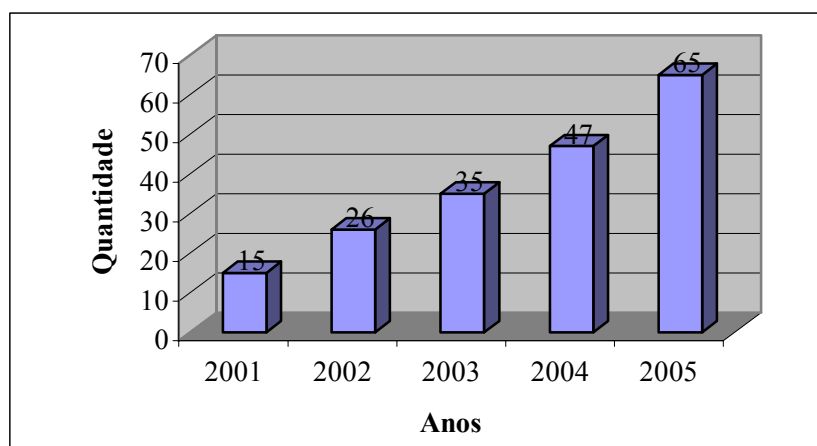
A Tabela 1 mostra um resumo da evolução da quantidade de companhias que migraram para o NM, N2GC e N1GC da BOVESPA, desde o ano de 2001 até o ano de 2005. Os números correspondem à posição de 29/12/2005, desconsiderando a mudança de empresas entre os níveis.

Tabela 1: Evolução da quantidade de empresas que aderiram ao NM, N2GC e N1GC da BOVESPA

Níveis de Governança	Anos e Quantidades de Empresas					Totais
	2001	2002	2003	2004	2005	
Novo Mercado	0	2	0	5	11	18
Nível 2 de GC	0	3	0	4	3	10
Nível 1 de GC	15	6	9	3	4	37
Totais	15	11	9	12	18	65
Total Acumulado	15	26	35	47	65	

De modo geral, observa-se, na Tabela 1, que o maior índice de adesão das companhias ocorreu no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA (37 empresas), pois a exigência de práticas de governança, nesse segmento, é bem menor do que nos outros dois níveis. Porém, observando-se a evolução dos três níveis, há uma tendência de adesão aos níveis mais altos, especialmente no Novo Mercado.

Por sua vez, o Gráfico 3 evidencia a evolução desse total acumulado de empresas nos três níveis de governança da BOVESPA, do ano de 2001 ao ano de 2005.

**Gráfico 3: Evolução do total acumulado de empresas nos níveis de governança da BOVESPA**

Analisando a evolução do total acumulado, o aumento de empresas participantes desse setor especial do mercado de capitais brasileiro aumentou de 15 empresas no ano de 2001 para 65 no ano de 2005, representando um acréscimo significativo em torno de 333%. Isso pode significar que os propósitos para os quais esses três segmentos foram criados, estão sendo atingidos paulatinamente.

Como enfatiza Dubeux (2001, p. 113), “[...] o desenvolvimento das companhias nacionais não está baseado apenas em novas idéias e em melhor tecnologia, mas em maior

responsabilidade corporativa e em maior proteção aos acionistas.” Em razão disso, o NM e os NDGC da BOVESPA vêm crescendo paulatinamente e se mostram como uma opção viável para as empresas saírem do comodismo e do anonimato para uma nova realidade de mercado.

2.4.6.3 Índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC)

O IGC, Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada²⁵, foi criado pela BOVESPA para medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas negociadas no NM ou classificadas nos Níveis 1 ou 2. Por isso, uma vez a empresa tendo aderido a um destes três níveis, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira desse índice, exceto se sua liquidez for considerada muito baixa.

A inclusão das ações de uma empresa no IGC é pautada pelas seguintes regras:

- 1) Ações de novas empresas: serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação;
- 2) Ações de empresas já negociadas na BOVESPA: serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no NM ou Nível 1 ou 2.

Vale salientar que a BOVESPA tem uma metodologia ponderada para a constituição do referido índice. A ponderação é feita com base no valor de mercado das ações em circulação (*free-float*) das companhias e há peso diferenciado para cada nível, como segue: a) empresas do NM: peso 2,0; b) empresas Nível 2: peso 1,5 e c) empresas Nível 1: peso 1,0.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos na data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste).

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá exceder a 20% quando de sua inclusão ou nas

²⁵ Para maiores informações sobre o IGC, consultar o *site* da Bovespa: <<http://www.bovespa.com.br>>.

reavaliações quadrimestrais periódicas ocorridas ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

Na prática, a razão principal do IGC é possibilitar avaliar se o seu desempenho acumulado suplantar o tradicional índice da BOVESPA (IBOVESPA), demonstrando se os padrões de transparência e de governança mais rígidos exigidos sobre as empresas participantes do NM e dos NDGC refletirão ou não na valorização de seus ativos, como previsto. (DUBEUX, 2001, p. 102).

Semelhantemente ao IGC, conforme ressalta Izique (2005, p. 25), a BOVESPA, também, lançou, no final de junho/2005, o ITAG, Índice de Ações com Tag Along Diferenciado, que mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que ofereçam uma proteção maior aos acionistas não controladores, no caso de alienação de controle.

2.5 Governança corporativa e desempenho empresarial

“Governança corporativa é o relacionamento entre os vários participantes [presidente, administração, acionistas, funcionários] na determinação do desempenho e rumo das corporações.”²⁶ (MONKS; MINOW, 2001, p. 1).

Para determinação do nível de desempenho empresarial, toda e qualquer corporação deve ser monitorada (intrinsecamente e em relação aos seus concorrentes) quanto à geração de lucro e agregação de valor a todos os seus supridores de capital. Assim, tem-se uma idéia mais adequada de seu desempenho operacional e financeiro e, conseqüentemente, da contrapartida positiva ou negativa gerada aos investidores. (VAN HORNE, 1995, p. 759 *apud* PEDREIRA; SANTOS, 2004, p. 2).

Por sua vez, a rentabilidade é uma medida do desempenho operacional de uma empresa ou de parte de uma empresa que, tendo como base o lucro, pode ser representada por meio de uma medida absoluta ou relativa (LEONE; LEONE, 2004, p. 256). Assim, os indicadores de

²⁶ “Corporate Governance is the relationship among various participants [chief executive officer, management, shareholders, employees] in determining the direction and performance of corporations.”

rentabilidade mostram quanto renderam os investimentos e qual o grau de êxito econômico da empresa.

A partir dessas definições, percebe-se a relação entre governança corporativa e rentabilidade, uma vez que fortes mecanismos de governança são capazes de melhorar o desempenho empresarial que, por sua vez, pode ser medido pelos indicadores de rentabilidade. Nessa ótica, uma intensa atuação do Conselho de Administração de forma independente, mas não isolada, nas questões referentes aos rumos estratégicos da corporação, mostra-se como o principal mecanismo responsável pelo desempenho corporativo. Portanto, “Os acionistas esperam que os Conselhos de Administração estabeleçam metas de desempenho e acordos de remuneração incentivada que motivem fortemente os gestores a alcançar retornos superiores.” (RAPPAPORT, 2001, p. 135).

Analisando o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004), verifica-se que o seu objetivo central é indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – abertas ou fechadas, limitadas ou civis – visando a: aumentar o valor da sociedade; **melhorar seu desempenho**; facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos; contribuir para sua perenidade. Portanto, mais uma vez pode ser percebido que a adoção de boas práticas de governança corporativa representa impacto positivo no desempenho da empresa.

Não obstante, partindo do pressuposto de que a função-objetivo da empresa é maximizar o seu valor de mercado, ou o valor da riqueza dos seus proprietários, observa-se, à luz da Teoria da Agência, que a separação de propriedade e gestão, característico das corporações modernas, representa uma ameaça à continuidade dos negócios. Tal ameaça é decorrente do surgimento de conflitos de interesses entre gestores e proprietários, levando à redução do valor da empresa. Por isso, a função-objetivo da empresa só seria maximizada pela busca constante da eliminação desses conflitos, bem como pela minimização dos custos de agência originados dos mecanismos preconizados pelas boas práticas de governança corporativa, com o objetivo de alinhar as ações dos gestores aos interesses dos acionistas.

Conseqüentemente, a partir do momento em que ocorre redução dos custos provocados pelos conflitos de agência, entende-se que o resultado da empresa deva aumentar, *ceteris paribus*.

Nesse caso, os indicadores de retorno que utilizam o valor do resultado no numerador também devem aumentar, razão pela qual este estudo utiliza indicadores com essa característica.

Porém, quando uma empresa incorpora práticas de boa governança, os reflexos dessa postura diferenciada ocorrem não apenas na redução de custos, mas na empresa como um todo, tais como facilidade de acesso ao crédito a taxas menores e com prazos mais longos, reduzindo custos de capital; valorização das ações no mercado, decorrente da redução da assimetria informacional pelo aumento da transparência; tratamento mais igualitário para todos os acionistas, dentre outros.

Nesse aspecto, Nam e Nam (2004, p. 90) explicam que boa governança significa pouca expropriação dos recursos da empresa pelos gestores ou acionistas controladores, contribuindo para uma melhor alocação desses mesmos recursos e, conseqüentemente, melhor desempenho da empresa. Dessa forma, os investidores e financiadores estarão mais dispostos a investir em empresas com boa governança, e isso proporcionará redução do custo de capital, refletindo diretamente no desempenho empresarial. Da mesma maneira, outros *stakeholders*, tais como fornecedores e até mesmo funcionários, preferirão estar relacionados a empresas com boa governança, haja vista a probabilidade de prosperidade da empresa ser bem maior do que aquelas empresas com governança menos efetiva.

Por conseguinte, indicadores econômicos fornecidos através da Contabilidade, tais como o retorno sobre o Ativo e o retorno sobre o Patrimônio Líquido, bem como indicadores que relaciona valores de mercado com números da Contabilidade, tal como o *Tobin's Q*, são formas de verificar a rentabilidade de investimentos, as quais se mostram apropriadas para o presente estudo, que busca investigar a relação entre práticas de governança corporativa e desempenho econômico empresarial.

Ainda na discussão sobre a importância da governança corporativa para o bom desempenho de uma empresa, reproduz-se, a seguir, a leitura de Roe (1994, p. vii *apud* KLEIN, 1998, p.11-12) a respeito da transformação do pensamento econômico sobre a firma:

A teoria econômica tratava a firma como um conjunto de máquinas, tecnologia, estoques, trabalhadores e capital. Coloque isso numa caixa preta, mexa e obtenha produtos e lucros. Hoje, a teoria vê a firma mais como uma estrutura de gerenciamento. A firma terá sucesso se os gestores puderem coordenar as atividades eficientemente; ela fracassará se os gestores não puderem

coordenar e combinar, efetivamente, pessoas e recursos de acordo com a tecnologia e o mercado. No topo da firma existe o relacionamento entre os acionistas, o conselho de administração e os diretores. Se este relacionamento não funcionar adequadamente, a firma provavelmente fracassará.²⁷

A partir dessa citação, observe-se a importância dos mecanismos de governança corporativa para assegurar o bom desempenho da empresa através do equilíbrio dos relacionamentos daqueles que detêm a posse da firma ou o poder de decisão, quais sejam: Acionistas, Conselho de Administração e Diretoria Executiva.

Portanto, uma boa governança corporativa representa uma ferramenta poderosa capaz de alavancar, satisfatoriamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores de recursos financeiros dessas empresas se asseguram de que terão retornos de seus investimentos.

2.6 Pesquisas anteriores

Essa seção tem como objetivo apresentar pesquisas relacionadas ao presente estudo, nas quais se discutem, cientificamente, que práticas diferenciadas de governança corporativa impactam o desempenho da empresa, proporcionando meios para maximizar a riqueza dos acionistas.

Sousa (2005), utilizando-se como base o Grupo CCR, Companhia de Concessões Rodoviárias, estudou se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa exerceu influência positiva sobre o desempenho e o valor da empresa. Os resultados apontaram evidências de que a adoção de boas práticas de governança corporativa contribuiu para a melhora do desempenho e aumento do valor de mercado do grupo empresarial objeto de estudo.

Leng (2004) pesquisou o impacto de algumas práticas de governança corporativa no desempenho financeiro das empresas da Malásia listadas em Bolsa, onde utilizou o *Return on*

²⁷ “Economic theory once treated the firm as a collection of machinery, technology, inventory, workers and capital. Dump these inputs into a black box, stir them up and one got outputs and profits. Today, theory sees the firm as more, as a management structure. The firm succeeds if managers can successfully coordinate the firm’s activities; it fails if managers cannot effectively coordinate and match people and inputs to current technologies and markets. At the very top of the firm are the relationships among the firm’s shareholders, its directors and its senior managers. If those relationships are dysfunctional, the firm is more likely to stumble.”

Equity (ROE), ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido, como variável operacional de sua pesquisa. Em síntese, ele constatou que o tamanho da empresa (em termos de faturamento), o índice de dívidas e a proporção de ações em poder de investidores institucionais exercem influência significativa sobre o desempenho financeiro das firmas.

Silva e Leal (2004) investigaram a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e a avaliação e o desempenho de companhias brasileiras. Entre outros resultados, a pesquisa indicou, através da análise de dados em painel, que empresas brasileiras com melhor governança corporativa têm maior avaliação (medida através do Tobin's Q) e maior desempenho (medido através do *ROA*).

Ao testar a hipótese de que empresas com estrutura de governança mais eficiente têm rentabilidade superior, Lehmann, Warning e Weigand (2004), tendo como foco empresas alemãs, tiveram como principal conclusão que o nível de eficiência da estrutura de governança (relacionada à concentração de propriedade, estrutura de capital, características dos proprietários/acionistas, investimentos e crescimento da firma) contribui significativamente para explicar as diferenças de rentabilidade (*ROA*) entre as empresas.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) estudaram o impacto da adesão de companhias no NIGC da BOVESPA sobre a quantidade, volume em Reais, e preço das ações negociadas em Bolsa (médios) dessas empresas. Utilizando-se do Teste de Wilcoxon para amostras emparelhadas, os autores concluíram que, analisando as empresas em conjunto (valores médios), não houve mudanças significativas nessas três variáveis. Entretanto, as análises individuais mostraram alguns resultados divergentes, tais como: 77,8% das empresas apresentaram redução significativa para a quantidade de ações negociadas e 83,3% das companhias mostraram valorização significativa no preço de suas ações.

Na mesma linha de pesquisa, Pedreira e Santos (2004) investigaram o comportamento dos preços das ações de empresas do setor de papel e celulose, após a inclusão no IGC, onde observaram a tendência de valorização das ações após a adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

Analisando os efeitos da migração das companhias para os níveis de governança da BOVESPA, Carvalho (2003) detectou, através de estudo de evento, que a migração tem impacto na valoração das ações, em termos de existência de retornos anormais positivos; aumenta o volume de negociação; aumenta a liquidez e reduz a exposição a fatores macroeconômicos.

Rozo (2003) investigou, utilizando dados em painel, possíveis relações entre variáveis independentes representativas de mecanismos de governança corporativa (concentração de propriedade; política financeira; capital votante; e remuneração da diretoria executiva) e medidas de desempenho econômico de companhias brasileiras (*Market Value Added*²⁸ – *MVA*; preço de mercado/valor patrimonial da ação; *Tobin's Q*; *ROA*; e *ROE*), obtendo como resultados que esses mecanismos estão relacionados ao desempenho econômico empresarial. Verificou-se, também, que as medidas de desempenho puramente contábeis (*ROA* e *ROE*) não apresentaram qualquer relação com os mecanismos testados.

Lima *et al* (2002) estudaram o desempenho do IGC, que tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas listadas no NM ou nos NDGC da BOVESPA. Assim sendo, conforme comentários desses autores, diversos estudos se utilizam do argumento de que o índice de desempenho das ações negociadas em mercados dessa natureza identificam que essas ações têm um comportamento mais estável, além de proporcionar maior rentabilidade do que as ações das empresas que ainda não aderiram a esse segmento. Porém, os autores verificaram a necessidade de estudos adicionais acerca desse assunto, que se apresenta como de crucial importância para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e internacional.

Srouf (2002), estudando as práticas diferenciadas de governança corporativa da BOVESPA, chegou à conclusão de que as companhias integrantes do N1GC tiveram maiores chances de fazer parte do grupo de empresas que diluem menos os seus acionistas não controladores e, além disso, tiveram desempenho relativamente superior em situações de crise macroeconômica, de forma que, mesmo em situações dessa natureza, tornou-se atraente investir em tais companhias.

²⁸ Valor Agregado pelo Mercado.

Por sua vez, Dubeux (2001), utilizando-se de uma pesquisa de natureza descritivo-analítica, analisou o NM e os NDGC da BOVESPA, entre outras questões. De forma mais específica, o trabalho trata a questão do baixo nível de *disclosure* das informações e da fraca governança corporativa referentes às empresas brasileiros listadas na Bolsa, bem como da ausência de *enforcement* das leis e regras que regem o mercado de capitais nacional.

Esses estudos comprovam que boas práticas de governança corporativa, em especial aquelas validadas pelo mercado, têm reflexos positivos no desempenho e valor da empresa, agregando, por sua vez, valor para os acionistas. Ressalte-se, todavia, que se trata de um assunto novo, principalmente no mercado brasileiro, razão pela qual algumas pesquisas apontam divergências sobre essas afirmações. Os estudos de Aguiar, Corrar e Batistela (2004) e Roza (2003) mostram evidências com relação a essas divergências.

3 METODOLOGIA

Resumidamente, o objetivo da metodologia em um trabalho científico é o de ajudar o pesquisador a compreender e definir o processo de investigação, caracterizando-se como um conjunto de regras de como proceder no curso da investigação.

A partir do problema de pesquisa definido, bem como em razão das hipóteses levantadas e dos objetivos estabelecidos, os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento deste estudo contemplaram as seguintes abordagens e definições.

3.1 Tipologia do estudo

Em consequência do objetivo geral estabelecido, o estudo aborda uma pesquisa empírico-analítica, uma vez que é um estudo prático voltado para o tratamento quantitativo de dados através do uso de técnicas estatísticas. Assim, Martins (2002, p. 34) escreve que as tipologias de estudo empírico-analíticas são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, em que a validação da prova científica é buscada através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais; portanto, privilegiando estudos práticos.

Para fundamentação teórica do estudo, o trabalho baseou-se numa pesquisa bibliográfica (fontes secundárias), pois teve como base contribuições teóricas nacionais e internacionais abordando assuntos relacionados à rentabilidade empresarial, valor da empresa e governança corporativa. Nesse sentido, Martins (2002, p. 35) ensina que a pesquisa bibliográfica “Trata-se de estudo para conhecer as contribuições científicas sobre determinado assunto. Tem como objetivo recolher, selecionar, analisar e interpretar as contribuições teóricas já existentes sobre determinado assunto.”

3.2 Origem dos dados

Os dados empíricos processados neste estudo, referentes à “amostra original”, tiveram origem na população das companhias listadas no N1GC, N2GC e NM da BOVESPA, conforme exposto, detalhadamente, no item seguinte, plano amostral. Os dados relativos ao “grupo de controle” tiveram origem na população das companhias listadas no Mercado Tradicional da BOVESPA.

Por conseguinte, haja vista a inviabilidade de obtenção desses dados diretamente das companhias, eles foram coletados das demonstrações contábeis e indicadores de mercado disponíveis no banco de dados da Economática Ltda²⁹. Portanto, todos os dados empíricos foram obtidos de fontes secundárias.

Nesse aspecto, é importante salientar que todos os dados coletados dizem respeito às demonstrações contábeis não consolidadas, já que o objetivo do estudo prioriza a análise do desempenho das empresas sem influências de outras empresas das quais participem.

3.3 Plano amostral

O plano amostral da pesquisa compreendeu as companhias abertas que aderiram ao N1GC, N2GC e NM da BOVESPA, de modo que essa adesão foi identificada através da data de ingresso de cada empresa nesses segmentos. Logo, pode-se assumir a seguinte classificação para as análises do presente estudo (MEGLIORINI, 2004, p. 20-21):

- População: Companhias de capital aberto no Brasil;
- População-Alvo: Companhias listadas na BOVESPA;
- População de Estudo: Companhias listadas no N1GC, N2GC e NM;
- Amostra: Companhias listadas no N1GC, N2GC e NM há pelo menos três anos.

²⁹ A Economática é um banco de dados econômico-financeiro que disponibiliza informações e ferramentas para análise de investimentos. Para maiores informações, consultar: <<http://www.economática.com>>.

Dessa forma, o período-base para análise da rentabilidade e valor das empresas foi o intervalo de três anos antes até três anos depois da adesão ao N1GC, N2GC ou NM da BOVESPA, totalizando uma amplitude de seis anos, em que o período total ficou compreendido entre abril/1998 a setembro/2005 (considerando as empresas em conjunto). Entretanto, o mês e o ano inicial, bem como o mês e o ano final de cada empresa, variaram de acordo com a data de adesão no N1GC, N2GC ou NM. Portanto, foram excluídas da amostra as empresas que não atenderam a esses requisitos.

As análises foram realizadas com base em informações trimestrais, totalizando 24 trimestres para cada companhia (Figura 4)³⁰. Não foi possível trabalhar com uma amostra e um período maiores, devido ao reduzido número de companhias nos três segmentos (65 ao todo em 29/12/2005) e à sua recente implantação pela BOVESPA.

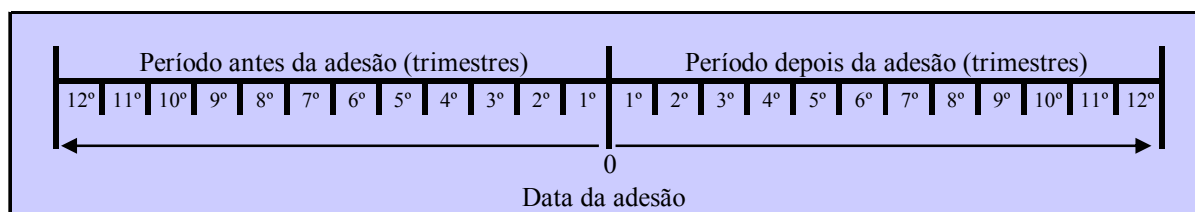


Figura 4: Períodos analisados antes e depois da adesão ao NM, N2GC e N1GC

Por essas razões, estatisticamente, a pesquisa é classificada como sendo do tipo não probabilística, caracterizada por não fazer uso de formas aleatórias de seleção das amostras (escolha deliberada).

O Quadro 2 apresenta os dados das 22 empresas constantes da amostra objeto de análise.

³⁰ Para cada empresa, o trimestre de adesão foi considerado como sendo “depois”.

Quadro 2: Dados das empresas componentes da amostra

Nº	Nome de Pregão da Empresa	Subsetor Econômico	Data de Adesão	Período Analisado
<i>Nível 1 de Governança Corporativa</i>				
1	Aracruz	Madeira e Papel	16/4/2002	abr/1999 à mar/2005
2	Bradesco	Intermediários Financeiros	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
3	Itaubanco	Intermediários Financeiros	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
4	Brasil T Par	Telefonia Fixa	9/5/2002	abr/1999 à mar/2005
5	Brasil Telec	Telefonia Fixa	9/5/2002	abr/1999 à mar/2005
6	Tran Paulista	Energia Elétrica	18/9/2002	jul/1999 à jun/2005
7	Cemig	Energia Elétrica	17/10/2001	out/1998 à set/2004
8	Cia Hering	Tecidos, Vestuário e Calçados	13/12/2002	out/1999 à set/2005
9	Gerdaud	Siderurgia e Metalurgia	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
10	Itausa	Intermediários Financeiros	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
11	Klabin S/A	Madeira e Papel	10/12/2002	out/1999 à set/2005
12	Perdigão S/A	Alimentos	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
13	Randon Part	Material de Transporte	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
14	Ripasa	Madeira e Papel	12/11/2001	out/1998 à set/2004
15	Sadia S/A	Alimentos	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
16	Vigor	Alimentos	4/10/2001	out/1998 à set/2004
17	Unibanco	Intermediários Financeiros	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
18	V C P	Madeira e Papel	14/11/2001	out/1998 à set/2004
19	Weg	Máquinas e Equipamentos	26/6/2001	abr/1998 à mar/2004
<i>Nível 2 de Governança Corporativa</i>				
20	Celesc	Energia Elétrica	26/6/2002	abr/1999 à mar/2005
21	Marcopolo	Material de Transporte	3/9/2002	jul/1999 à jun/2005
<i>Novo 3 de Governança Corporativa (Novo Mercado)</i>				
22	Sabesp	Água e Saneamento	24/4/2002	abr/1999 à mar/2005

Não obstante, em razão de inconsistências nos dados para cálculo do *ROE* referente à companhia Net Serviços de Comunicação S.A. (N2GC), *i.e.*, Lucro Líquido e Patrimônio Líquido negativos (30% do total dos dados), ela foi excluída da amostra (*outlie*). Também foram excluídas da amostra as companhias Bradespar S.A., Braskem S.A., Mangels Industrial S.A., Rossi Residencial S.A., Unibanco Holdings S.A. (pertencentes ao N1GC) e a Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR (pertencente ao NM), em razão de indisponibilidade de informações quando da coleta dos dados.

3.4 Variáveis operacionais

O uso de definições operacionais em um trabalho científico é importante porque exclui as possíveis ambigüidades sobre o entendimento das variáveis operacionalizadas no estudo, de

modo que todas as pessoas envolvidas tenham a mesma compreensão sobre a mensuração da característica em questão. Portanto, elimina as discordâncias sobre os significados dos termos.

Geralmente, as pesquisas na área de governança corporativa estudam, individualmente, a possível influência de mecanismos específicos de governança, como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, política de remuneração etc., sobre variáveis de desempenho empresarial, como indicadores contábeis de rentabilidade e métricas de valor de mercado. Nessas pesquisas, os mecanismos de governança atuam como variáveis explicativas e as variáveis de desempenho atuam como variáveis dependentes. (SILVEIRA, 2004, p. 13-14).

Neste estudo, busca-se verificar a possível influência da adoção explícita das práticas de governança corporativa instituídas pela BOVESPA, chamadas de “normas de conduta”, sobre a rentabilidade e valor das companhias listadas no N1GC, N2GC e NM. Dessa forma, para atender ao problema de pesquisa e testar as hipóteses propostas, destacam-se as seguintes variáveis operacionais: Retorno sobre o Ativo (*ROA*), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (*ROE*) e Valor Total da Empresa (medido pelo *Tobin's Q*). Essas variáveis são analisadas através de testes de significância de médias, nos quais os próprios indicadores são comparados por amostras emparelhadas antes e depois das companhias aderirem aos níveis de governança da BOVESPA.

É importante salientar que existem diversas maneiras de se calcular um mesmo índice ou indicador para análise de uma empresa, a exemplo do cálculo do retorno do Patrimônio Líquido, conforme discutido adiante. Braga (1995, p. 150) faz o seguinte comentário a esse respeito:

[...] existem diversos índices largamente aplicados nos meios profissionais que se destinam à aferição de aspectos relacionados com a liquidez da empresa, a eficiência no uso de seus recursos, sua rentabilidade e a de seus acionistas. Embora seja difícil inovar neste campo, qualquer analista poderá criar seus próprios índices, bastando que estes expressem relações lógicas e sejam corretamente avaliados.

Confirmando essas considerações, Martins (2005, p. 6) explica que “[...] o analista não precisa seguir padrões de indicadores e de classificações: ele precisa verificar os que melhor produzem a informação que procura e precisa, também, efetuar as adaptações às condições de dados aos quais consegue acesso.”

3.4.1 Retorno do ativo

O Retorno do Ativo, ou *Return on Asset (ROA)*, é calculado pela divisão do Resultado Operacional pelo Ativo Operacional. Essas informações são extraídas da Demonstração de Resultados e do Balanço Patrimonial das empresas, respectivamente. Assim, o *ROA* representa o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos.

A literatura pertinente normalmente utiliza duas possibilidades para o numerador da equação do *ROA*, o Lucro Líquido ou o Lucro Operacional. Para esta opção, a explicação é que o lucro deve ser o gerado pelos ativos sem influência dos resultados financeiros e imposto de renda (IR). Da mesma forma, o denominador também pode ser representado pelo Ativo total, Ativo Operacional ou Ativo total (ou Operacional) médio.

Segundo Matarazzo (2003, p. 411), para o denominador do *ROA* ou *ROE*, “O correto é tomar o valor inicial (seja do Ativo, seja do Patrimônio Líquido), acrescido das variações multiplicadas pela fração do ano que permaneceram à disposição da empresa.” Portanto, esse procedimento fornece um valor médio mais justo do Ativo ou do Patrimônio Líquido. Porém, tendo em vista a indisponibilidade dos valores e datas de ingressos de novos ativos e aportes de capital nas companhias analisadas, o presente estudo utiliza o Ativo total médio e o Patrimônio Líquido médio por meio da seguinte relação: saldo inicial *mais* saldo final, *dividido* por 2. Isso fornece, razoavelmente, o valor médio do Ativo ou do Patrimônio Líquido à disposição da empresa em cada ano.

Comentando sobre os aspectos a serem observados no cálculo da rentabilidade, Marion (2002, p. 139-140) faz a seguinte explanação:

Quando compararmos lucro com Ativo, ou lucro com Patrimônio Líquido, devemos considerar dois aspectos:

- Muitos conceitos de lucro poderão ser utilizados: Lucro Líquido, Lucro Operacional, Lucro Bruto etc. É imprescindível que o numerador seja coerente com o denominador. Se utilizarmos o Lucro Líquido no numerador, utilizaremos o Ativo Total no denominador. Utilizando o Lucro Operacional no numerador, utilizaremos Ativo Operacional no denominador, e assim sucessivamente.
- Tanto o Ativo como o Patrimônio Líquido, utilizados no denominador para cálculo da Taxa de Retorno, poderiam ser o médio:
Ativo Médio $(\text{Ativo inicial} + \text{Ativo Final})/2$ e PLM $(\text{PL Inicial} + \text{PL Final})/2$

A razão é que nem o Ativo Final nem o Ativo Inicial geraram o resultado, mas a média do Ativo utilizado no ano. Idem para o Patrimônio Líquido.

Enfim, nem sempre é tarefa fácil calcular o verdadeiro *ROA* (operacional), pois geralmente os analistas externos encontram obstáculos para sua apuração, como, por exemplo, indisponibilidade de informações específicas. Por isso, segundo Marion (2002, p. 165), “[...] os analistas, de maneira geral, preferem calcular a Taxa de Retorno Total, considerando o Lucro Líquido sobre o Ativo Total. Operacionalmente, esse é o melhor processo [...]”

Portanto, diante dessas considerações, o modelo utilizado para cálculo do *ROA*, neste estudo, é o seguinte:

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

em que:

Lucro Líquido: Resultado Líquido após o IR.

Ativo Total Médio: Ativo total inicial *mais* Ativo total final, *dividido* por 2.

3.4.2 Retorno do patrimônio líquido

O Retorno do Patrimônio, ou *Return on Equity (ROE)*, é obtido através da divisão do Resultado Líquido pelo Patrimônio Líquido constantes da Demonstração de Resultados e do Balanço Patrimonial das empresas, respectivamente. Essa relação obtida através do *ROE* representa o rendimento do capital próprio.

Costumam-se ser utilizados diversos valores no denominador da equação do *ROE*, como, por exemplo, o Patrimônio Líquido inicial, o Patrimônio Líquido final, o Patrimônio Líquido médio dos dois períodos. Neste estudo, foi utilizado como denominador, no cálculo do índice, o Patrimônio Líquido médio, conforme comentado na seção anterior. Portanto, o modelo utilizado para cálculo do *ROE*, no presente estudo, é o seguinte (ASSAF NETO, 2003, p. 114):

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

em que:

Lucro Líquido: Resultado líquido após o IR.

Patrimônio Líquido Médio: Patrimônio Líquido inicial *mais* Patrimônio Líquido final, *dividido* por 2.

Contudo, quando do cálculo do *ROE* para os casos em que a companhia apurou Prejuízo no período e o Patrimônio Líquido apresentava-se negativo (Passivo a Descoberto), atribuiu-se “0” (zero) ao índice, pois, dividindo-se um Prejuízo (resultado negativo) por um Patrimônio Líquido negativo, resulta uma taxa de retorno positiva, *i.e.*, rentabilidade (*ROE*) positiva, o que não faz sentido para as companhias que se encontram nessa situação. A única empresa que apresentou essa situação foi a Cia. Hering, nos períodos 3º trim./2002, 2º trim./2004, 1º trim./2005.

3.4.3 Valor total de mercado da empresa

No contexto das discussões apresentadas no Capítulo 2, item 2.3 (Valor da empresa), para análise do valor total de mercado da empresa, utiliza-se o *Tobin's Q*, definido por Famá e Barros (2000, p. 27), “[...] como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos.” Por isso, esse indicador representa a razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos.

Conforme citação desses mesmos autores, O *Tobin's Q* foi proposto, originalmente, por Tobin e Brainard em 1968 e por Tobin em 1969, através da seguinte formulação básica:

$$Q = \frac{VMA + VMD}{VRA}$$

em que:

VMA é o valor de mercado das ações ou capital próprio da firma;

VMD é o Valor de Mercado das Dívidas ou capital de terceiros empregado (*VMA* + *VMD* representa o valor de mercado total da empresa);

VRA é o Valor de Reposição dos Ativos da firma ou, em outras palavras, o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da firma.

Quando o indicador for maior que 1 ($Q > 1$), significa que o valor total de mercado da empresa é superior ao preço de reposição de seus ativos, verificando-se a agregação de um *goodwill* em seu preço ou uma criação de riqueza adicionada ao valor de mercado da empresa. Por outro lado, quando o indicador for menor que 1 ($Q < 1$), significa que o valor que a empresa pode alcançar no mercado é inferior ao que se gastaria para construí-la, calculado a preços de reposição; essa situação é de destruição de valor, consequência de uma gestão equivocada, incapaz de remunerar de forma atraente o capital investido. (ASSAF NETO, 2005, p. 298).³¹

Por outra análise, quando $Q > 1$, as empresas terão incentivo para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá seu custo. Ao contrário, quando $Q < 1$, a empresa não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos.

Porém, os estudiosos das áreas de economia e finanças estabeleceram diversas interpretações para o *Tobin's Q*. Assim, geralmente, essa variável é utilizada como (FAMÁ; BARROS, 2000):

- indicador de oportunidades de novos investimentos rentáveis para a empresa;
- forma de estudar o poder de monopólio e temas relacionados a estruturas de mercado;
- *proxy* para o valor ou desempenho da empresa;
- indicador de oportunidades de crescimento da empresa, entre outros.

³¹ Segundo Assaf Neto (2005, p. 298), “Uma empresa agrega valor aos seus acionistas quando é capaz de produzir um retorno acima do exigido pelo mercado. Assim, se a expectativa do mercado acionário é de uma remuneração anual de 14% em determinada ação, e o papel oferecer um retorno de 18% no período, por exemplo, é inegável a criação de valor pela empresa, motivada por uma gestão mais eficiente dos recursos dos proprietários. Com isso, há uma valorização de seu valor de mercado, refletida na elevação do Q de Tobin.”

Assim sendo, esse quociente passou a ser conhecido como *Tobin's Q*, ou Q de Tobin, consolidando-se como uma variável de indiscutível utilidade em diferentes aplicações em pesquisas nas áreas de Economia, Administração e Finanças e, mais recentemente, no campo da Contabilidade. Portanto, o sucesso da aplicação dessa variável em campos tão diversos relaciona-se diretamente com sua riqueza em interpretações e implicações testáveis.

Em face dessas considerações e em virtude de várias alternativas disponíveis na literatura para cálculo do *Tobin's Q*, o presente estudo adota o modelo simplificado proposto por Chung e Pruitt (1994), calculado por aproximação do indicador original através do seguinte modelo:

$$TQ_{(Aproximado)} = \frac{VMA + VCD}{AT}$$

em que:

VMA: Valor de Mercado das Ações da empresa negociadas em Bolsa (capital próprio);

VCD: Valor Contábil das Dívidas (capital de terceiros), obtido pela equação: (Passivo Circulante – Ativo Circulante + Passivo Exigível a Longo Prazo);

AT: Ativo Total (valor contábil).

Resumindo, o numerador da equação (*VMA+VCD*) representa o valor total de mercado da empresa, *i.e.*, capital próprio mais capital de terceiros; expressa o valor da empresa pertencente não somente aos acionistas (valor de mercado) mas também aos credores (dívidas). O denominador (*AT*) representa o valor monetário mínimo da capacidade produtiva da empresa.

Nesses termos, o estudo utiliza o modelo simplificado como *proxy* para o valor total de mercado da empresa. Nesse caso, a variável expressa o valor da empresa num sentido de desempenho. Conseqüentemente, a justificativa para o uso dessa simplificação diz respeito à indisponibilidade de informações necessárias para o uso de métodos mais sofisticados do *Tobin's Q*.

Contudo, embora pareça questionável o modelo simplificado proposto por Chung e Pruitt, sua validade está fundamentada em testes realizados por esses pesquisadores, em que o modelo simplificado foi comparado com outro considerado sofisticado: modelo L&R (modelo de Lindenberg e Ross de 1981). Os resultados dos testes mostraram que, pelo menos, 96,6% do q -L&R é explicado pelo *Tobin's Q* aproximado. Esses resultados atestam a considerável proximidade dos produtos finais de ambos os procedimentos, servindo como argumento favorável ao uso do método simplificado.

Assim, quando o *Tobin's Q* se mostra crescente, considera-se que o desempenho da companhia está maior em termos de utilização de recursos e conseqüente lucratividade, sinalizando a possibilidade de novos investimentos e refletindo positivamente no valor de mercado da empresa.

Por outro lado, utilizou-se o *Tobin's Q*, neste estudo, em razão de sua relação com a lucratividade da empresa, tendo em vista comparar o valor total de mercado da empresa com o seu Ativo total; por isso, a variável é utilizada como expressão do desempenho e valor da companhia por informar quão superior é o valor total de mercado da empresa em relação ao seu valor total contábil, medido pelo valor do Ativo. Outro motivo diz respeito à sua grande aceitação na área de economia, finanças e afins, bem como pelo fato de sua utilização em várias pesquisas empíricas sobre governança corporativa, a exemplo de Silveira (2005), Sousa (2005), Rozo (2003), Bhagat e Black (2002), Barnhart e Rosensteins (1998), dentre outros.

Para concluir essa seção, o Quadro 3 faz um resumo das variáveis operacionalizadas na pesquisa.

Quadro 3: Resumo das variáveis operacionais

Variável	Definição
Retorno do Ativo (<i>Return on Asset</i>)	$ROA = \text{Lucro Líquido} \div \text{Ativo Total Médio}$
Retorno do Patrimônio Líquido (<i>Return on Equity</i>)	$ROE = \text{Lucro Líquido} \div \text{Patrimônio Líquido Médio}$
Valor Total de Mercado da Empresa (<i>Tobin's Q</i>)	$TQ_{(Aproximado)} = (VMA + VCD) \div \text{Ativo Total}$

3.5 Ferramental estatístico

Com relação à análise dos dados empíricos, foram utilizadas as seguintes ferramentas estatísticas: (1) Teste de Kolmogorov-Smirnov; (2) Teste de Levene; (3) Teste t de Significância e (4) Teste de Wilcoxon.

O Teste de Kolmogorov-Smirnov e o Teste de Levene foram utilizados na verificação dos pressupostos da normalidade das observações e homogeneidade das variâncias populacionais, respectivamente, conforme detalhado no item 4.1.

Já o Teste t (paramétrico) e o Teste de Wilcoxon (não-paramétrico) foram utilizados como testes de significância de médias, os quais estão descritos no Capítulo 4 deste estudo.

É válido ressaltar os comentários de Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 369) sobre os testes paramétricos e não-paramétricos, os quais dizem o seguinte:

Dependendo do procedimento específico escolhido, os métodos não-paramétricos podem ser tão eficazes (ou quase tão eficazes) quanto o procedimento paramétrico correspondente, quando os pressupostos deste último são cumpridos, e, quando não são cumpridos, podem ser mais eficazes.

Para suporte da operacionalização de todos esses testes e das análises estatísticas, foi utilizado o programa *SPSS 10.0 for Windows*³².

3.6 Estrutura das análises

As análises da pesquisa empírica estão estruturadas com base nos procedimentos descritos a seguir. Inicialmente, fazem-se algumas análises preliminares por meio de gráficos ou tabelas. Em seguida, realizam-se testes de significância de médias para validar as análises iniciais, da seguinte forma: 1º) Testam-se hipóteses de diferenças, ou não, na rentabilidade e valor das companhias antes e depois da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA; 2º) Nos casos em que se observaram essas diferenças, testam-se hipóteses para detectar se as

³² O SPSS, Statistical Package for the Social Sciences, é um *software* que permite realizar e visualizar cálculos estatísticos para as Ciências Sociais.

diferenças foram para maior ou menor. Esses procedimentos aplicaram-se às companhias consideradas em conjunto e, posteriormente, às empresas consideradas individualmente. Por último, realizam-se análises com o grupo de controle para comparação com as tendências das análises da amostra original.

3.7 Limitações da pesquisa

Em geral, os trabalhos científicos deparam-se com alguns problemas próprios de sua execução, tais como os referentes à coleta dos dados: dificuldades na coleta dos dados, fidedignidade das informações, formatação etc. Outros problemas podem surgir na organização e análise desses dados, como, por exemplo, um grande número de informações ou até mesmo a complexidade dessas informações que podem gerar erros ou inconsistências. Nesse contexto, até mesmo o senso crítico do pesquisador pode causar algumas restrições referentes à pesquisa, haja vista seus paradigmas, cultura, formação acadêmica e outros que acabam, voluntária ou involuntariamente, interferindo nos procedimentos e resultados do estudo.

Questões dessa natureza contribuem para gerar algumas restrições referentes à pesquisa que, de uma forma ou de outra, limitam a amplitude do estudo em termos qualitativos e quantitativos. Entretanto, isso não invalida a pesquisa ou os seus resultados; apenas ficam limitados a determinadas restrições.

Dessa forma, a primeira limitação do presente estudo diz respeito à utilização dos dados contábeis em moeda original para o cálculo das variáveis operacionais. Não foi utilizado nenhum procedimento de correção das demonstrações contábeis em função da subjetividade existente nos critérios de correção de balanços a partir de demonstrações publicadas. Portanto, optou-se por utilizar os números contábeis em moeda original.

A coleta dos dados empíricos foi obtida, exclusivamente, através de fontes secundárias, na qual todas as informações envolvidas para cálculo dos indicadores (*ROA*, *ROE* e *TQ*) se restringiram aos dados pesquisados do banco de dados da Economática.

Apesar do sentido amplo que norteia a expressão “boas práticas de governança corporativa”, que envolve um conjunto de regras societárias para ampliação dos direitos dos acionistas, aumento do grau de *disclosure* das informações prestadas pelas companhias, busca de meios para resolução de conflitos entre gestores e acionistas, oferecendo aos investidores mais segurança e confiança na aplicação e manutenção de seus recursos, a abrangência dessa expressão referida na pesquisa limita-se às práticas de governança corporativa correspondentes ao N1GC, N2GC e NM da BOVESPA.

Para o cálculo do *VMA*, Valor de Mercado das Ações, utilizado na fórmula do *Tobin's Q*, adotou-se a metodologia do banco de dados Economatica, que calcula essa variável da seguinte forma: $VMA = \text{Total das Ações (ONs+PNs)} \times \text{Preço da Ação ON}$, ou $VMA = \text{Total das Ações (ONs+PNs)} \times \text{Preço da Ação PN}$. O critério de escolha para a determinação do valor da ação ordinária ou preferencial a ser utilizado nesse cálculo levou em consideração a sua liquidez, optando-se pelo título de maior liquidez no mercado, devido à sua maior capacidade de representar as expectativas do mercado em relação à empresa e estar menos sujeito às manipulações do mercado. Portanto, trata-se de uma aproximação do valor de mercado total das ações (*VMA*).

Por outro lado, partindo da afirmação de Pace, Basso e Silva (2003, p. 39), de que “Normalmente, ocorre uma combinação de fatores e forças que levam a organização a dirigir-se para determinada direção.”, deve-se ter ciência de que existem outras variáveis, combinadas ou não, além do fato da adesão das empresas às práticas de governança corporativa da BOVESPA, que influenciam o seu desempenho, tanto no que diz respeito à rentabilidade quanto ao comportamento do preço de suas ações no mercado. Essas variáveis podem ser internas, tais como: estrutura organizacional; planejamento; tipo, qualidade e preço do produto; poder de barganha; tecnologia; política financeira; desempenho gerencial e corporativo; estrutura de custos e despesas; entre outras. E externas, como, por exemplo: política econômica; concorrência; desempenho do mercado de capitais nacional e internacional; perfil dos investidores; percepção do mercado sobre as informações publicadas; entre outras. Portanto, esse aspecto, também, se configura como uma limitação da pesquisa.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

“Uma vez depurados, os dados e as informações deverão ser analisados visando à solução do problema de pesquisa proposto, o alcance dos objetivos colimados, bem como utilizados para se testar as hipóteses enunciadas.” (MARTINS, 2002, p. 55).

Nesse sentido, considerando o problema de pesquisa, os objetivos e as variáveis operacionais estabelecidos no presente estudo, serão analisadas, nessa seção, as hipóteses estatísticas com relação ao desempenho econômico das companhias em termos de rentabilidade, bem como no que se refere ao valor de mercado das empresas.

Todavia, inicialmente serão analisados os pressupostos para a escolha do teste estatístico apropriado para cada variável, Teste *t* ou Teste de Wilcoxon. Logo após, faz-se uma análise considerando as empresas em conjunto, seguida da análise individualmente.

4.1 Pressupostos para a escolha dos testes estatísticos

Quando da utilização de teste estatístico para análise de significância de médias envolvendo dados numéricos, faz-se necessária uma verificação preliminar dos seguintes pressupostos para auxiliar na escolha do tipo de teste de significância a ser utilizado – paramétrico ou não-paramétrico³³: a) normalidade das observações, *i.e.*, que os valores observados na amostra pertençam a uma população que siga uma Distribuição Normal de Probabilidades (Distribuição Gaussiana); b) homogeneidade das variâncias populacionais, *i.e.*, se as amostras são provenientes de populações com variâncias homogêneas.

Sobre esse assunto, Pereira (2004, p.128) destaca que os requisitos para a utilização dos testes paramétricos são: 1º) possibilidade de realizar operações numéricas sobre os dados

³³ Os testes paramétricos são assim denominados em razão da exigência de alguns pressupostos rígidos em relação ao parâmetro populacional estudado. Conseqüentemente, os testes não-paramétricos abrem pressupostos em menor quantidade e menos rígidos. Portanto, segundo Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 368), quando métodos de testes de hipóteses paramétricos não se aplicam, os métodos não-paramétricos surgem como uma alternativa.

experimentais; 2º) que os resultados se distribuam normalmente e 3º) homogeneidade das variâncias.

Ratificando essas considerações, Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 368) esclarecem que:

[...] um fator importante é a seleção da técnica estatística apropriada e sua correspondente estatística de teste. A base para uma análise de dados eficiente envolve a compreensão dos pressupostos inerentes a cada um dos procedimentos do teste de hipóteses que encontramos, bem como a seleção daquele mais apropriado para um dado conjunto de condições.

Assim sendo, em razão de os dados utilizados nas análises empíricas deste estudo serem totalmente numéricos, o primeiro requisito ou pressuposto acima descrito está atendido. Os outros dois pressupostos serão analisados logo a seguir.

4.1.1 Normalidade

Segundo Lapponi (2005), para a aplicação do teste de normalidade em amostras emparelhadas, a variável de interesse é a diferença entre os pares de observações das duas amostras n_1 e n_2 , no lugar das próprias amostras, que devem ter o mesmo tamanho. E, como premissa básica, a população das diferenças tem distribuição normal. Por conseguinte, com base em um determinado nível de significância previamente escolhido (α)³⁴, realiza-se o seguinte teste de hipóteses:

$H_0: \mu_D = 0$ (A população das diferenças tem distribuição normal)

$H_1: \mu_D \neq 0$ (A população das diferenças não tem distribuição normal)

em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

As Tabelas 2 e 3 mostram os resultados dos testes estatísticos de normalidade (Kolmogorov-Smirnov), considerando as empresas em conjunto.

³⁴ Geralmente, utilizam-se 1%, 5% ou 10% para o nível de significância, dando-se preferência a 5% nas análises estatísticas..

Tabela 2: Resumo dos casos processados do teste de normalidade – empresas em conjunto

	<i>Cases</i>					
	<i>Valid</i>		<i>Missing</i>		<i>Total</i>	
	<i>N</i>	<i>Percent</i>	<i>N</i>	<i>Percent</i>	<i>N</i>	<i>Percent</i>
<i>ROA-DIF (CONJ)</i>	22	100,0%	0	0,00%	22	100,0%
<i>ROE-DIF (CONJ)</i>	22	100,0%	0	0,00%	22	100,0%
<i>TQ-DIF (CONJ)</i>	22	100,0%	0	0,00%	22	100,0%

FONTE: *Output* do SPSS.

Tabela 3: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov – empresas em conjunto

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>		
	<i>Statistic</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
<i>ROA-DIF (CONJ)</i>	0,170	22	0,0985
<i>ROE-DIF (CONJ)</i>	0,410	22	0,0000
<i>TQ-DIF (CONJ)</i>	0,237	22	0,0023

FONTE: *Output* do SPSS.

em que:

- *ROA-DIF (CONJ)*: Diferença entre o retorno médio do Ativo antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as em conjunto;
- *ROE-DIF (CONJ)*: Diferença entre o retorno médio do Patrimônio Líquido antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as em conjunto;
- *TQ-DIF (CONJ)*: Diferença entre o valor médio de mercado das empresas antes e depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as em conjunto.

Assim, analisando o *output* dos casos processados (Tabela 2), observe-se que todos os dados foram validados com êxito (100,0%), inexistindo a presença de *missing value*.

Com relação à Tabela 3 e considerando um nível de significância estabelecido de 0,05 (5%), os resultados do teste de Kolmogorov-Smirnov mostram presença de normalidade para a variável *ROA-DIF (CONJ)*, pois o nível de significância calculado pelo teste (*Sig.* = 0,0985) é maior que o nível estabelecido (0,05). Portanto, não existe evidência estatística suficiente para rejeitar H_0 .

Todavia, o teste indica ausência de normalidade para as variáveis *ROE-DIF (CONJ)* e *TQ-DIF (CONJ)*, pois o nível de significância calculado (*Sig.* = 0,0000 e 0,0023, respectivamente) é menor que o nível previamente estabelecido (0,05). Portanto, não existe evidência estatística suficiente para aceitar H_0 .

Com relação aos testes de normalidade e considerando as empresas individualmente, as Tabelas 4 e 5 mostram os resultados:

Tabela 4: Resumo dos casos processados do teste de normalidade – empresas individualmente³⁵

	<i>Cases</i>					
	<i>Valid</i>		<i>Missing</i>		<i>Total</i>	
	<i>N</i>	<i>Percent</i>	<i>N</i>	<i>Percent</i>	<i>N</i>	<i>Percent</i>
Aracruz	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Bradesco	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Brasil Telec	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Brasil T Par	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Celesc	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Cemig	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Cia Hering	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Gerdau	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Itaubanco	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Itausa	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Klabin S/A	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Marcopolo	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Perdigão S/A	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Randon Part	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Ripasa	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Sabesp	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Sadia S/A	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Tran Paulist	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Unibanco	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
V C P	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Vigor	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%
Weg	12	100,0%	0	0,00%	12	100,0%

FONTE: *Output* do SPSS.

³⁵ Essa tabela reflete o resumo dos casos processados do teste de normalidade – empresas individuais, para as variáveis *ROA (IND)*, *ROE (IND)* e *TQ (IND)*.

Tabela 5: Teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov – empresas individualmente

	Kolmogorov-Smirnov								
	ROA-DIF (IND)			ROE-DIF (IND)			TQ-DIF (IND)		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Aracruz	0,154	12	0,2000	0,127	12	0,2000	0,169	12	0,2000
Bradesco	0,217	12	0,1225	0,273	12	0,0138	0,169	12	0,2000
Brasil Telec	0,181	12	0,2000	0,193	12	0,2000	0,268	12	0,0169
Brasil T Par	0,360	12	0,0001	0,348	12	0,0003	0,178	12	0,2000
Celesc	0,312	12	0,0020	0,321	12	0,0013	0,190	12	0,2000
Cemig	0,216	12	0,1266	0,255	12	0,0299	0,185	12	0,2000
Cia Hering	0,290	12	0,0063	0,354	12	0,0002	0,195	12	0,2000
Gerdau	0,223	12	0,1000	0,205	12	0,1731	0,304	12	0,0031
Itaubanco	0,189	12	0,2000	0,267	12	0,0184	0,229	12	0,0816
Itausa	0,153	12	0,2000	0,146	12	0,2000	0,188	12	0,2000
Klabin S/A	0,108	12	0,2000	0,196	12	0,2000	0,157	12	0,2000
Marcopolo	0,162	12	0,2000	0,122	12	0,2000	0,131	12	0,2000
Perdigão S/A	0,231	12	0,0769	0,229	12	0,0827	0,208	12	0,1617
Randon Part	0,200	12	0,1984	0,289	12	0,0065	0,232	12	0,0738
Ripasa	0,204	12	0,1791	0,137	12	0,2000	0,215	12	0,1330
Sabesp	0,228	12	0,0837	0,249	12	0,0383	0,131	12	0,2000
Sadia S/A	0,152	12	0,2000	0,127	12	0,2000	0,182	12	0,2000
Tran Paulist	0,138	12	0,2000	0,151	12	0,2000	0,182	12	0,2000
Unibanco	0,165	12	0,2000	0,159	12	0,2000	0,214	12	0,1353
V C P	0,168	12	0,2000	0,174	12	0,2000	0,179	12	0,2000
Vigor	0,245	12	0,0450	0,308	12	0,0026	0,163	12	0,2000
Weg	0,175	12	0,2000	0,210	12	0,1524	0,258	12	0,0270

FONTE: *Output* do SPSS (adaptado.)

em que:

- *ROA-DIF (IND)*: Diferença entre o retorno do Ativo antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as individualmente;
- *ROE-DIF (IND)*: Diferença entre o retorno do Patrimônio Líquido antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as individualmente;
- *TQ-DIF (IND)*: Diferença entre o valor de mercado das empresas antes e depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, considerando-as individualmente;

Dessa forma, pelos resultados dos casos processados para o teste de normalidade considerando as empresas individualmente (Tabela 4), observe-se que todos os dados foram

validados com êxito (100,0%), inexistindo *missing value* para as três variáveis, *ROA-DIF (IND)*, *ROE-DIF (IND)* e *TQ-DIF (IND)*.

A partir dos resultados do teste de Kolmogorov-Smirnov constantes da Tabela 5, têm-se as seguintes conclusões:

- Para a variável *ROA-DIF (IND)*: apenas os testes referentes às empresas Brasil T Par, Celesc, Cia Hering e Vigor mostraram ausência de normalidade;
- Para a variável *ROE-DIF (IND)*: os testes referentes às empresas Bradesco, Brasil T Par, Celesc, Cemig, Cia Hering, Itaubanco, Randon Part, Sabesp e Vigor mostraram ausência de normalidade;
- Para a variável *TQ-DIF (IND)*: apenas os testes referentes às empresas Brasil Telec, Gerdau e Weg mostraram ausência de normalidade.

Para os casos acima, portanto, o nível de significância observado (*Sig.*) é menor que o nível de significância estabelecido ($\alpha = 0,05$). Desse modo, não existe evidência estatística suficiente para aceitar a hipótese de normalidade das observações (H_0). No entanto, para os demais casos, aceita-se esta hipótese.

4.1.2 Homogeneidade das variâncias

Por sua vez, o Teste de Levene foi utilizado para a verificação do pressuposto da homogeneidade das variâncias populacionais das quais as amostras emparelhadas são provenientes. Por conseguinte, com base em um determinado nível de significância previamente escolhido (α), realiza-se o seguinte teste de hipóteses:

H_0 : As variâncias populacionais são homogêneas

H_1 : As variâncias populacionais são heterogêneas

em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

A Tabela 6 apresenta os resultados dos testes para as variáveis em estudo, considerando as empresas em conjunto.

Tabela 6: Teste de homogeneidade de variâncias de Levene – empresas em conjunto

	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
<i>ROA (CONJ)</i>	0,729	1	42	0,3982
<i>ROE (CONJ)</i>	1,375	1	42	0,2476
<i>TQ (CONJ)</i>	2,893	1	42	0,0964

FONTE: *Output* do SPSS.

em que:

- *ROA (CONJ)*: Retorno médio do Ativo considerando as empresas em conjunto;
- *ROE (CONJ)*: Retorno médio do Patrimônio Líquido considerando as empresas em conjunto;
- *TQ (CONJ)*: Valor médio de mercado das empresas consideradas em conjunto.

De acordo com a Tabela 6, conclui-se que as amostras emparelhadas (n_1 = valores observados antes da adesão aos níveis de governança da BOVESPA e n_2 = valores observados após adesão aos níveis de governança da BOVESPA) das variáveis analisadas são provenientes de populações com variâncias homogêneas, pois o nível de significância (*Sig.*) calculado pelo teste (*ROA (CONJ)* = 0,3982, *ROE (CONJ)* = 0,2476 e *TQ (CONJ)* = 0,0964) é maior que o nível de 0,05 estabelecido. Portanto, não existe evidência estatística suficiente para rejeitar H_0 .

A seguir, para o teste de homogeneidade das variâncias considerando as empresas individualmente, a Tabela 7 evidencia os respectivos resultados.

Tabela 7: Teste de homogeneidade de variâncias de Levene – empresas individualmente

	<i>ROA (IND)</i>				<i>ROE (IND)</i>				<i>TQ (IND)</i>			
	Levene Statisti	df1	df2	Sig.	Levene Statisti	df1	df2	Sig.	Levene Statisti	df1	df2	Sig.
Aracruz	1,131	1	22	0,2991	3,478	1	22	0,0756	0,108	1	22	0,7460
Bradesco	0,393	1	22	0,5371	0,467	1	22	0,5015	3,908	1	22	0,0607
Brasil Telec	0,521	1	22	0,4781	0,001	1	22	0,9712	3,019	1	22	0,0963
Brasil T Par	0,116	1	22	0,7370	0,174	1	22	0,6810	0,407	1	22	0,5301
Celesc	2,647	1	22	0,1180	3,316	1	22	0,0822	0,299	1	22	0,5899
Cemig	2,103	1	22	0,1611	3,441	1	22	0,0771	0,939	1	22	0,3430
Cia Hering	1,427	1	22	0,2449	4,764	1	22	0,0400	3,068	1	22	0,0938
Gerdau	8,853	1	22	0,0070	5,275	1	22	0,0315	2,650	1	22	0,1178
Itaubanco	12,268	1	22	0,0020	0,015	1	22	0,9023	71,851	1	22	0,0000
Itausa	0,004	1	22	0,9514	0,010	1	22	0,9215	4,630	1	22	0,0426
Klabin S/A	0,345	1	22	0,5628	0,513	1	22	0,4813	6,341	1	22	0,0196
Marcopolo	4,062	1	22	0,0562	1,429	1	22	0,2446	0,919	1	22	0,3482
Perdigão S/A	8,308	1	22	0,0086	8,220	1	22	0,0090	0,265	1	22	0,6121
Randon Part	0,648	1	22	0,4295	1,505	1	22	0,2328	7,553	1	22	0,0117
Ripasa	0,364	1	22	0,5527	0,054	1	22	0,8181	3,170	1	22	0,0888
Sabesp	1,702	1	22	0,2055	2,456	1	22	0,1314	0,895	1	22	0,3543
Sadia S/A	9,001	1	22	0,0066	5,892	1	22	0,0239	0,705	1	22	0,4103
Tran Paulist	0,007	1	22	0,9329	0,087	1	22	0,7711	4,283	1	22	0,0504
Unibanco	5,294	1	22	0,0312	9,878	1	22	0,0047	10,270	1	22	0,0041
V C P	0,625	1	22	0,4378	0,516	1	22	0,4801	0,184	1	22	0,6718
Vigor	2,868	1	22	0,1045	4,176	1	22	0,0531	5,712	1	22	0,0258
Weg	0,855	1	22	0,3653	0,472	1	22	0,4993	1,216	1	22	0,2820

FONTE: *Output* do SPSS (adaptado)

em que:

- *ROA (IND)*: Retorno do Ativo considerando as empresas individualmente;
- *ROE (IND)*: Retorno do Patrimônio Líquido considerando as empresas individualmente;
- *TQ (IND)*: Valor de mercado das empresas consideradas individualmente.

Assim sendo, conforme Tabela 7, têm-se as seguintes conclusões para o caso das empresas analisadas individualmente:

- Para a variável *ROA (IND)*: os testes referentes às empresas Gerdau, Itaubanco, Perdigão S/A, Sadia S/A e Unibanco indicaram variâncias heterogêneas para as amostras analisadas;

- Para a variável *ROE (IND)*: os testes referentes às empresas Cia Hering, Gerdau, Perdigão S/A, Sadia S/A e Unibanco indicaram variâncias heterogêneas para as amostras analisadas;
- Para a variável *TQ (IND)*: os testes referentes às empresas Itaubanco, Itausa, Klabin S/A, Randon Part, Unibanco e Vigor indicaram variâncias heterogêneas para as amostras analisadas.

Nos casos acima, portanto, o nível de significância observado (*Sig.*) é menor que o nível de significância estabelecido ($\alpha = 0,05$). Por isso, não existe evidência estatística suficiente para aceitar a hipótese de homogeneidade das variâncias (H_0) para as amostras emparelhadas analisadas (n_1 e n_2 , valores observados antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente). Mas, para os demais casos, aceita-se essa hipótese.

Portanto, após a verificação dos pressupostos da normalidade e da homogeneidade das variâncias para determinação do tipo de teste de significância a ser utilizado, paramétrico ou não paramétrico, obtém-se a seguinte conclusão:

Quadro 4: Tipologia dos testes de significância

Discriminação	Variáveis e tipo de teste		
	ROA	ROE	TQ
Empresas em conjunto	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Wilcoxon
Empresas individualmente			
Aracruz	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>
Bradesco	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Brasil Telecom	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Brasil T Par	Wilcoxon	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Celesc	Wilcoxon	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Cemig	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Cia Hering	Wilcoxon	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Gerdau	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Itaubanco	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Itausa	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Klabim S/A	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Marcopolo	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>
Perdigão S/A	Wilcoxon	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Randon Part	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Wilcoxon
Ripasa	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>
Sabesp	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Sadia S/A	Wilcoxon	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Tran Paulist	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>
Unibanco	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
V C P	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>
Vigor	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Weg	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon

Nesse caso, o Teste *t* e o Teste de Wilcoxon procuram determinar se ocorreram mudanças significativas em dois conjuntos de dados relacionados, mostrando-se apropriado para as análises deste estudo, pois o objetivo da pesquisa consiste em comparar um período anterior e outro posterior à adesão das companhias aos níveis de governança da BOVESPA, em que as duas amostras foram retiradas do mesmo grupo de empresas (duas amostras emparelhadas).

Com relação ao Teste de Wilcoxon, vale salientar que ele usa a informação sobre o valor da diferença entre os pares de observações. Por isso, é capaz de descobrir, com maior probabilidade, as diferenças quando realmente existem. Assim, esse teste ordena e classifica as diferenças, separando-as depois em diferenças positivas e negativas. Se a hipótese nula for verdadeira, é esperado que as médias das classificações das diferenças sejam iguais para ambos os grupos. (PEREIRA, 2004, p. 171-173).

4.2 Análise das empresas em conjunto

Para a análise conjunta, conforme definido anteriormente no Quadro 4, o retorno do Ativo será analisado através do Teste t de significância, e o retorno do Patrimônio Líquido e o valor da empresa através do teste de significância de Wilcoxon, que utiliza soma de classificações dos dados como base.

Porém, inicialmente, será feita uma análise gráfica preliminar dos dados, com o objetivo de identificar, intuitivamente, alguma tendência dos indicadores estudados, ROA , ROE e TQ .

4.2.1 Análise preliminar

Para a realização da análise preliminar dos dados, os Gráficos 4, 5 e 6, na seqüência, evidenciam o comportamento do retorno médio do Ativo, retorno médio do Patrimônio Líquido e valor médio das empresas (trimestrais), antes e depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA.

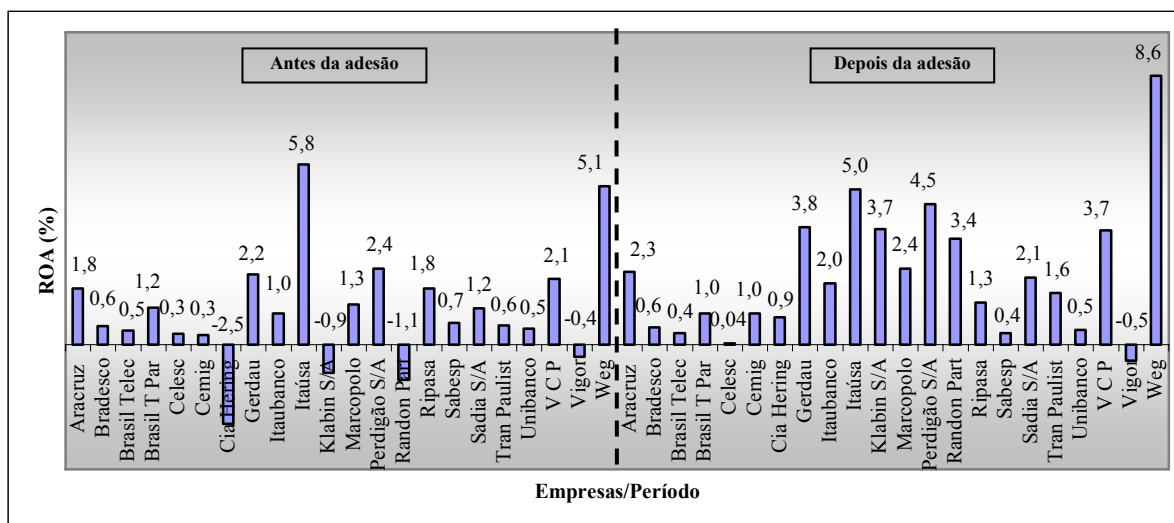


Gráfico 4: Análise preliminar do retorno do ativo das empresas em conjunto

Comentando sobre o Gráfico 4, observe-se, visualmente, que o retorno médio do Ativo das empresas, depois da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA, é superior ao retorno médio do período anterior à adesão. Isso, também, é percebido quando se calcula a rentabilidade média do Ativo do período anterior (1,1%) em comparação com a rentabilidade média do período posterior (2,2%). A média geral para todo o período foi de 1,7%, que também é inferior à média do período posterior. Portanto, através dessa primeira análise simplória já se percebe, intuitivamente, que a rentabilidade média do Ativo das companhias, após adesão aos níveis de governança da BOVESPA, é superior à rentabilidade média antes dessa adesão.

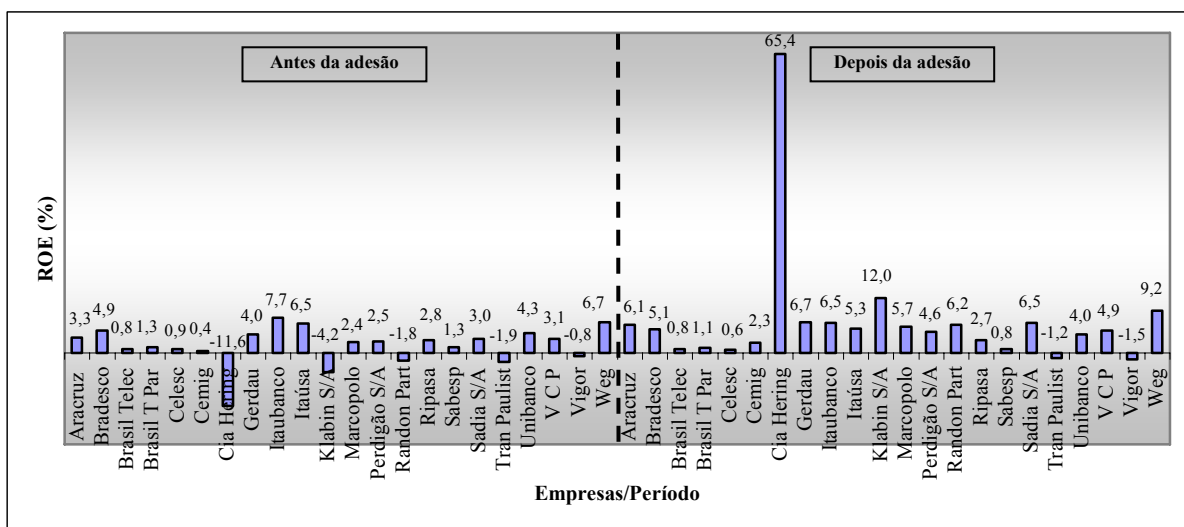


Gráfico 5: Análise preliminar do retorno do patrimônio líquido das empresas em conjunto

A respeito do Gráfico 5, uma análise visual evidencia que a rentabilidade média do Patrimônio Líquido das empresas, depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, é maior que a rentabilidade média do período anterior à adesão. Calculando essa rentabilidade média nos dois períodos, antes (1,6%) e depois (7,0%), também se chega às mesmas conclusões. Por sua vez, a média geral (4,3%) também é inferior à média depois dessa adesão. Assim sendo, por essas análises intuitivas, pode-se dizer que a rentabilidade média do Patrimônio Líquido das companhias, após adesão aos níveis de governança da BOVESPA, é superior à rentabilidade média antes da adesão.

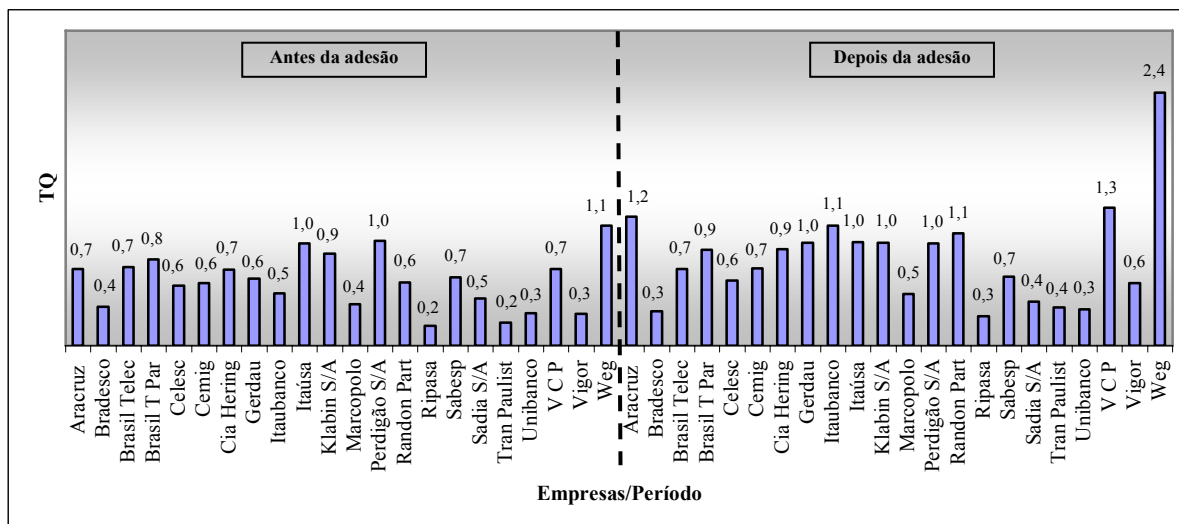


Gráfico 6: Análise preliminar do valor das empresas em conjunto

Por último, a análise visual do Gráfico 6 evidencia que o valor médio das empresas, igualmente, aumentou após adesão aos níveis de governança da BOVESPA, o que pode ser verificado comparando-se o indicador TQ antes (0,6) e depois (0,8) da citada adesão. A média geral do TQ (0,7), também, é inferior em relação à média depois da adesão. Com efeito, essas análises preliminares indicam que o valor médio das empresas aumentou suavemente, após adesão aos níveis de governança da BOVESPA.

Portanto, levando em consideração as empresas conjuntamente, essas análises iniciais sugerem que a rentabilidade média do Ativo e do Patrimônio Líquido, bem como o valor médio de mercado das empresas, aumentaram, após adesão dessas companhias aos níveis de governança da BOVESPA.

Contudo, através dos testes seguintes, Teste t e Teste de Wilcoxon, analisar-se-ão, estatisticamente, os dados de forma mais robusta, para validar os resultados dessas discussões iniciais.

4.2.2 Teste de significância paramétrico: Teste t

Partindo do princípio de que o objetivo dos testes de significância é avaliar a veracidade de afirmações sobre os valores de parâmetros populacionais, formulam-se as seguintes hipóteses

estatísticas para análises do *ROA*, *ROE* e *TQ* das empresas analisadas, considerando-as em conjunto (Quadro 5).

Quadro 5: Hipóteses estatísticas para os testes de significância – empresas em conjunto

Hipótese nula	Hipótese alternativa
$H_0: \mu_1 = \mu_2$ Ou $H_0: ROA_{\text{antes}}(CONJ) = ROA_{\text{depois}}(CONJ)$ $H_0: ROE_{\text{antes}}(CONJ) = ROE_{\text{depois}}(CONJ)$ $H_0: TQ_{\text{antes}}(CONJ) = TQ_{\text{depois}}(CONJ)$	$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$ Ou $H_1: ROA_{\text{antes}}(CONJ) \neq ROA_{\text{depois}}(CONJ)$ $H_1: ROE_{\text{antes}}(CONJ) \neq ROE_{\text{depois}}(CONJ)$ $H_1: TQ_{\text{antes}}(CONJ) \neq TQ_{\text{depois}}(CONJ)$

em que:

- $ROA_{\text{antes}}(CONJ)$ e $ROA_{\text{depois}}(CONJ)$: Retorno médio do Ativo antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as em conjunto;
- $ROE_{\text{antes}}(CONJ)$ e $ROE_{\text{depois}}(CONJ)$: Retorno médio do Patrimônio Líquido antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as em conjunto;
- $TQ_{\text{antes}}(CONJ)$ e $TQ_{\text{depois}}(CONJ)$: Valor médio de mercado das empresas antes e depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as em conjunto.

De acordo com as hipóteses nulas formuladas (H_0), não houve mudança significativa no *ROA* (*CONJ*), *ROE* (*CONJ*) e *TQ* (*CONJ*) depois da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Ao contrário, conforme as hipóteses alternativas (H_1), houve mudança significativa nesses indicadores depois da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Conseqüentemente, as conclusões sobre os resultados dos testes serão fundamentadas nos seguintes pontos:

- se o nível de significância observado (*Sig.*) for maior ou igual ao nível de significância previamente estabelecido (α), a hipótese nula não será rejeitada;
- se o nível de significância observado (*Sig.*) for menor do que o nível de significância previamente estabelecido (α), rejeitar-se-á a hipótese nula e aceitar-se-á a hipótese alternativa.

Resumindo:

$Sig. \geq \alpha \rightarrow$ Não se rejeita H_0 .

$Sig. < \alpha \rightarrow$ Rejeita-se H_0 e aceita-se H_1 .

Na seqüência, as Tabelas 8 e 9 mostram os resultados do Teste *t* de significância (paramétrico) para a variável *ROA (CONJ)* em estudo.

Tabela 8: Estatísticas das amostras emparelhadas, *ROA* – empresas em conjunto

	<i>Mean (%)</i>	<i>N</i>	<i>Std. Deviation (%)</i>	<i>Std. Error Mean (%)</i>
<i>Pair 1 ROA_{depois} (CONJ)</i>	2,204535	22	2,099220	0,447555
<i>ROA_{antes} (CONJ)</i>	1,102286	22	1,822634	0,388587

FONTE: *Output* do SPSS.

Tabela 9: Teste *t* de amostras emparelhadas, *ROA* – empresas em conjunto

	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
<i>Pair 1 ROA_{depois} (CONJ) - ROA_{antes} (CONJ)</i>	3,216	21	0,0042

FONTE: *Output* do SPSS.

Fazendo uma análise inicial sobre as estatísticas do teste (Tabela 8), observe-se que a média do *ROA (CONJ)* depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA (2,20%) é superior à média antes da adesão aos níveis mencionados (1,10%). A dispersão do *ROA_{antes} (CONJ) = 1,82%* é menor do que a do *ROA_{depois} (CONJ) = 2,09%*. Porém, esses indicadores apresentam uma alta variabilidade, pois os seus valores se mostram maiores do que suas respectivas médias.

Por sua vez, os resultados do Teste t (Tabela 9) mostram que o nível de significância observado ($Sig. = 0,0042$ ou $0,42\%$) é menor do que o nível de significância previamente estabelecido ($\alpha = 0,05$ ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Portanto, houve mudança significativa no ROA ($CONJ$) das empresas em análise depois da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA (H_1).

Conseqüentemente, como os testes indicaram que houve mudança no retorno médio do Ativo, a etapa seguinte analisa se essa mudança foi positiva ou negativa, realizando-se um teste unicaudal através da **estatística t** . Lembrando que a estatística do teste t para amostras emparelhadas segue uma distribuição t com $n - 1$ graus de liberdade (df), uma vez que os testes são realizados sobre a amostra das diferenças dos pares.

A estatística t calculada ou observada é obtida da seguinte forma:

$$t = \frac{\bar{x}_D - 0}{s_D / \sqrt{n}}$$

em que:

\bar{x}_D : média da amostra das diferenças;

s_D : desvio-padrão da amostra das diferenças;

n : tamanho da amostra das diferenças.

Assim sendo, para um dado nível de significância, α , a regra de decisão é rejeitar a hipótese nula (H_0) se a estatística do teste t calculada for igual ou exceder o valor crítico da cauda superior (t_{n-1}) da distribuição t , ou se a estatística do teste t calculada for igual ou ficar abaixo do valor crítico da cauda inferior ($-t_{n-1}$) da distribuição t , conforme o caso.

Resumindo:

$t \geq t_{n-1}$ ou $t \leq -t_{n-1} \rightarrow$ Rejeita-se H_0 e aceita-se H_1 .

$t < t_{n-1}$ ou $t > -t_{n-1} \rightarrow$ Não se rejeita H_0 .

Portanto, faz-se o seguinte teste de hipóteses para a variável *ROA (CONJ)*:

$$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2 \rightarrow \mu_2 > \mu_1$$

Ou:

$$H_0: ROA_{\text{antes}} (CONJ) \geq ROA_{\text{depois}} (CONJ)$$

$$H_1: ROA_{\text{antes}} (CONJ) < ROA_{\text{depois}} (CONJ) \rightarrow ROA_{\text{depois}} (CONJ) > ROA_{\text{antes}} (CONJ)$$

em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

Diante desses critérios, como $t = 3,216$ (ver Tabela 9) e $t_{n-1} = 1,721$ (valor crítico de $t_{0,05}$ para $22 - 1 = 21$ graus de liberdade)³⁶, rejeita-se H_0 , pois $t \geq t_{n-1}$. Isso significa que o retorno médio do Ativo das empresas, quando analisadas em conjunto, aumentou depois que elas aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

4.2.3 Teste de significância não-paramétrico: Teste de Wilcoxon

Na seqüência, as Tabelas 10 e 11 evidenciam os resultados do Teste de Wilcoxon (não-paramétrico) para a análise de significância das variáveis *ROE (CONJ)* e *TQ (CONJ)*.

³⁶ Os valores críticos de t podem ser obtidos facilmente através da respectiva tabela da Distribuição t , encontrada em livros de estatística, ou calculados por meio de *softwares*.

Tabela 10: Ranks das diferenças das amostras emparelhadas, ROE e TQ – empresas em conjunto

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
$ROE_{\text{depois}} (CONJ) - ROE_{\text{antes}} (CONJ)$	Negative Ranks	8 ^a	6,50	52,00
	Positive Ranks	14 ^b	14,36	201,00
	Ties	0 ^c		
	Total	22		
$TQ_{\text{depois}} (CONJ) - TQ_{\text{antes}} (CONJ)$	Negative Ranks	4 ^d	4,75	19,00
	Positive Ranks	18 ^e	13,00	234,00
	Ties	0 ^f		
	Total	22		

a. $ROE_{\text{depois}} (CONJ) < ROE_{\text{antes}} (CONJ)$ b. $ROE_{\text{depois}} (CONJ) > ROE_{\text{antes}} (CONJ)$ c. $ROE_{\text{antes}} (CONJ) = ROE_{\text{depois}} (CONJ)$ d. $TQ_{\text{depois}} (CONJ) < TQ_{\text{antes}} (CONJ)$ e. $TQ_{\text{depois}} (CONJ) > TQ_{\text{antes}} (CONJ)$ f. $TQ_{\text{antes}} (CONJ) = TQ_{\text{depois}} (CONJ)$

FONTE: Output do SPSS.

Tabela 11: Teste de soma de classificações de Wilcoxon, ROE e TQ – empresas em conjunto

	Z	Asymp. Sig. (2 tailed)
$ROE_{\text{depois}} (CONJ) - ROE_{\text{antes}} (CONJ)$	-2,419 ^a	0,0156
$TQ_{\text{depois}} (CONJ) - TQ_{\text{antes}} (CONJ)$	-3,490 ^a	0,0005

a. Based on negative ranks.

FONTE: Output do SPSS.

Conforme a Tabela 10, nos casos em que o $ROE_{\text{depois}} (CONJ)$ é superior ao $ROE_{\text{antes}} (CONJ)$, a média das classificações é 14,36; enquanto que, na situação em que o $ROE_{\text{antes}} (CONJ)$ é superior, o número de casos é bem menor, 6,50. Assim sendo, pela Tabela 11, o nível de significância observado ($Sig. = 0,0156$ ou 1,56%) é menor do que o nível de significância previamente estabelecido ($\alpha = 0,05$ ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 .

Por conseguinte, nos casos em que o $TQ_{\text{depois}} (CONJ)$ é superior ao $TQ_{\text{antes}} (CONJ)$, a média das classificações é 13,00; ao passo que, na situação em que o $TQ_{\text{antes}} (CONJ)$ é superior, o número de casos é 4,75 (Tabela 10). Logo, a Tabela 11 demonstra que o nível de significância observado ($Sig. = 0,0005$ ou 0,05%) é menor do que o nível de significância previamente estabelecido ($\alpha = 0,05$ ou 5%), inexistindo evidência estatística suficiente para aceitar H_0 .

Portanto, considerando a análise para as empresas em conjunto, houve mudança significativa no ROE e TQ depois da adesão dessas empresas aos níveis de governança corporativa da BOVESPA (H_1).

Uma vez que o Teste de Wilcoxon detectou que houve mudança no retorno médio do Patrimônio Líquido e no valor médio das empresas, a seguir será analisado se essa mudança foi positiva ou negativa, realizando-se um teste unicaudal através da **estatística z**

Conforme os dados do presente estudo, a estatística z calculada ou observada é obtida da seguinte forma (FREUND; SIMON, 2000, p. 341):

$$z = \frac{T - \mu_T}{\sigma_T}$$

De modo que:

$$\mu_T = \frac{n(n+1)}{4} \quad \text{e} \quad \sigma_T = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}$$

em que:

T : soma dos postos das diferenças positivas ou negativas, a menor das duas;

μ_T : valor médio de T ;

σ_T : desvio-padrão de T ;

n : tamanho da amostra das diferenças.

Por conseguinte, para um dado nível de significância, α , a regra de decisão é a seguinte:

- quando H_1 é $\mu_1 \neq \mu_2$, rejeita-se H_0 se $z \leq -z_{\alpha/2}$ ou $z \geq z_{\alpha/2}$;
- quando H_1 é $\mu_1 > \mu_2$, rejeita-se H_0 se $z \geq z_\alpha$ e
- quando H_1 é $\mu_1 < \mu_2$, rejeita-se H_0 se $z \leq -z_\alpha$.

Dessa forma, testam-se as seguintes hipóteses para as variáveis ROE ($CONJ$) e TQ ($CONJ$):

$$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2 \rightarrow \mu_2 > \mu_1$$

Ou:

$$H_0: ROE_{\text{antes}} (CONJ) \geq ROE_{\text{depois}} (CONJ)$$

$$H_1: ROE_{\text{antes}} (CONJ) < ROE_{\text{depois}} (CONJ) \rightarrow ROE_{\text{depois}} (CONJ) > ROE_{\text{antes}} (CONJ)$$

$$H_0: TQ_{\text{antes}} (CONJ) \geq TQ_{\text{depois}} (CONJ)$$

$$H_1: TQ_{\text{antes}} (CONJ) < TQ_{\text{depois}} (CONJ) \rightarrow TQ_{\text{depois}} (CONJ) > TQ_{\text{antes}} (CONJ)$$

em que: H_0 é a hipótese nula e H_1 é a hipótese alternativa.

Postas essas considerações e conforme Tabela 11, com relação ao $ROE (CONJ)$, como $z = -2,419$ e $-z_\alpha = -1,645$ (valor crítico de $z_{0,05}$)³⁷, rejeita-se H_0 , pois $z \leq -z_\alpha$. Para o $TQ (CONJ)$, como $z = -3,490$ e $-z_\alpha = -1,645$, também se rejeita H_0 , pois $z \leq -z_\alpha$. Em outras palavras, o retorno médio do Patrimônio Líquido e o valor médio das empresas, quando analisadas em conjunto, aumentaram depois que essas empresas aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

4.3 Análise das empresas individualmente

Após análise e descrição dos dados considerando as empresas em conjunto (item 4.2), esta seção tem por objetivo realizar procedimentos semelhantes, porém, voltados para a análise e descrição dos dados considerando as empresas individualmente. Essa iniciativa tem por finalidade fornecer subsídios para constatação da existência, ou não, de uma mesma tendência entre os dois tipos de análise, individual e conjunta.

Assim, inicialmente realizar-se-á uma análise preliminar dos dados por meio de tabelas comparativas, com a finalidade de se verificar, *a priori*, algumas evidências dos indicadores analisados, ROA , ROE e TQ ; os procedimentos seguintes tratam da descrição e análise dos testes estatísticos.

³⁷ Os valores críticos de z podem ser obtidos facilmente através da respectiva tabela da Distribuição z , encontrada em livros de estatística, ou calculados por meio de *softwares*.

4.3.1 Análise preliminar

A análise preliminar dos dados fundamenta-se nas Tabelas 12, 13, e 14, as quais evidenciam a média trimestral do retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido e valor das empresas, antes e depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA.

Tabela 12: Análise preliminar do retorno do ativo das empresas individualmente

	<i>ROA (%)</i>		
	Antes	Depois	Mudança
Aracruz	1,79	2,33	(+)
Bradesco	0,59	0,55	(-)
Brasil Telec	0,45	0,36	(-)
Brasil T Par	1,17	0,99	(-)
Celesc	0,34	0,04	(-)
Cemig	0,30	0,99	(+)
Cia Hering	-2,55	0,88	(+)
Gerdau	2,23	3,76	(+)
Itaubanco	0,99	1,95	(+)
Itaúsa	5,76	4,96	(-)
Klabin S/A	-0,90	3,70	(+)
Marcopolo	1,27	2,42	(+)
Perdigão S/A	2,43	4,50	(+)
Randon Part	-1,13	3,39	(+)
Ripasa	1,79	1,34	(-)
Sabesp	0,69	0,36	(-)
Sadia S/A	1,16	2,14	(+)
Tran Paulist	0,60	1,65	(+)
Unibanco	0,50	0,46	(-)
V C P	2,11	3,66	(+)
Vigor	-0,41	-0,53	(-)
Weg	5,06	8,60	(+)

Através da análise da Tabela 12, verifica-se que 13 empresas apresentaram rentabilidade média do Ativo superior depois da adesão ao N1GC, N2GC ou NM da BOVESPA, correspondendo, aproximadamente, a 59% do total; enquanto 41% das empresas tiveram uma queda na referida rentabilidade. Isso denota que, na maioria dos casos, o retorno do Ativo das companhias tendeu a aumentar depois que elas assumiram o compromisso de práticas de governança adicionais junto à BOVESPA.

Tabela 13: Análise preliminar do retorno do patrimônio líquido das empresas individualmente

	<i>ROE (%)</i>		
	<i>Antes</i>	<i>Depois</i>	<i>Mudança</i>
Aracruz	3,2698	6,1241	(+)
Bradesco	4,9352	5,1393	(+)
Brasil Telec	0,7779	0,7855	(+)
Brasil T Par	1,2555	1,1164	(-)
Celesc	0,8763	0,6383	(-)
Cemig	0,4012	2,2573	(+)
Cia Hering	-11,5678	65,4286	(+)
Gerdau	3,9796	6,6945	(+)
Itaubanco	7,6926	6,5291	(-)
Itaúsa	6,4539	5,2935	(-)
Klabin S/A	-4,1945	11,9996	(+)
Marcopolo	2,3620	5,7097	(+)
Perdigão S/A	2,4520	4,6130	(+)
Randon Part	-1,7506	6,2029	(+)
Ripasa	2,7972	2,7399	(-)
Sabesp	1,3010	0,8006	(-)
Sadia S/A	3,0368	6,4987	(+)
Tran Paulist	-1,9307	-1,1595	(+)
Unibanco	4,2694	4,0077	(-)
V C P	3,1166	4,8639	(+)
Vigor	-0,7743	-1,4659	(-)
Weg	6,6647	9,2092	(+)

Por sua vez, a Tabela 13 mostra que as companhias que aumentaram a rentabilidade média do Patrimônio Líquido, depois da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, somam 14, e as que diminuíram somam 8, representando em torno de 64% e 36% em relação ao total, respectivamente. Portanto, essa análise preliminar sugere que, na maior parte dos casos, o retorno do Patrimônio Líquido das companhias tendeu a aumentar no período posterior ao ingresso no N1GC, N2GC ou NM.

Tabela 14: Análise preliminar do valor das empresas individualmente

	<i>TQ</i>		
	Antes	Depois	Mudança
Aracruz	0,7299	1,2320	(+)
Bradesco	0,3692	0,3297	(-)
Brasil Telec	0,7488	0,7329	(-)
Brasil T Par	0,8225	0,9131	(+)
Celesc	0,5714	0,6235	(+)
Cemig	0,5969	0,7378	(+)
Cia Hering	0,7263	0,9165	(+)
Gerdau	0,6409	0,9822	(+)
Itaubanco	0,4996	1,1437	(+)
Itaúsa	0,9728	0,9847	(+)
Klabin S/A	0,8748	0,9787	(+)
Marcopolo	0,3976	0,4934	(+)
Perdigão S/A	1,0003	0,9722	(-)
Randon Part	0,6037	1,0739	(+)
Ripasa	0,1887	0,2807	(+)
Sabesp	0,6509	0,6572	(+)
Sadia S/A	0,4527	0,4174	(-)
Tran Paulist	0,2219	0,3672	(+)
Unibanco	0,3098	0,3459	(+)
V C P	0,7302	1,3125	(+)
Vigor	0,3030	0,5979	(+)
Weg	1,1439	2,4119	(+)

Conforme Tabela 14, as empresas com valor médio superior (18), no período subsequente à adesão ao N1GC, N2GC ou NM da BOVESPA, representam, aproximadamente, 82% do total, ao passo que as companhias com situação oposta (04) totalizam 18%. Essa análise inicial indica que, na maioria dos casos, foi favorável o ingresso nos níveis de governança da BOVESPA no que diz respeito à valorização das empresas.

Em face dessas considerações preliminares sobre as empresas individualmente, sugere-se que a rentabilidade do Ativo e do Patrimônio Líquido e o valor de mercado das empresas aumentaram, após adesão aos níveis de governança da BOVESPA.

No entanto, utilizando-se de análises estatísticas mais sofisticadas, Teste *t* e Teste de Wilcoxon, os procedimentos seguintes buscam validar essas primeiras análises e fornecer conclusões mais seguras sobre o assunto.

4.3.2 Teste de significância paramétrico: Teste t

Para análise das empresas através do Teste t , formulam-se as seguintes hipóteses estatísticas com referência ao ROA , ROE e TQ , considerando as empresas individualmente (Quadro 6).

Quadro 6: Hipóteses estatísticas para os testes de significância – empresas individualmente

Hipótese nula	Hipótese alternativa
$H_0: \mu_1 = \mu_2$ Ou $H_0: ROA_{\text{antes}}(IND) = ROA_{\text{depois}}(IND)$ $H_0: ROE_{\text{antes}}(IND) = ROE_{\text{depois}}(IND)$ $H_0: TQ_{\text{antes}}(IND) = TQ_{\text{depois}}(IND)$	$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$ Ou $H_1: ROA_{\text{antes}}(IND) \neq ROA_{\text{depois}}(IND)$ $H_1: ROE_{\text{antes}}(IND) \neq ROE_{\text{depois}}(IND)$ $H_1: TQ_{\text{antes}}(IND) \neq TQ_{\text{depois}}(IND)$

em que:

- $ROA_{\text{antes}}(IND)$ e $ROA_{\text{depois}}(IND)$: Retorno do Ativo antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as individualmente;
- $ROE_{\text{antes}}(IND)$ e $ROE_{\text{depois}}(IND)$: Retorno do Patrimônio Líquido antes e depois da adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as individualmente;
- $TQ_{\text{antes}}(IND)$ e $TQ_{\text{depois}}(IND)$: Valor de mercado das empresas antes da adesão aos níveis de governança da BOVESPA, respectivamente, considerando-as individualmente.

Na seqüência, a Tabela 15 mostra os resultados do Teste t de significância (paramétrico) para as variáveis $ROA(IND)$, $ROE(IND)$ e $TQ(IND)$ ³⁸, conforme definido anteriormente (vide Quadro 4).

³⁸ Sem perda de qualidade das análises, as estatísticas descritivas das amostras emparelhadas para esse teste foram omitidas, pois o volume de informações é excessivo. Porém, essas informações constam do Apêndice 2 deste estudo.

Tabela 15: Teste *t* de amostras emparelhadas – empresas individualmente

	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>) –			<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>) –			<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>) –		
	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)			<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)			<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)		
	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i> (2-tailed)	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i> (2-tailed)	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i> (2-tailed)
Aracruz	0,809	11	0,4358	1,878	11	0,0872	12,024	11	0,0000
Bradesco	-0,596	11	0,5634	–	–	–	-1,305	11	0,2184
Brasil Telec	-0,202	11	0,8437	0,009	11	0,9930	–	–	–
Brasil T Par	–	–	–	–	–	–	1,452	11	0,1744
Celesc	–	–	–	–	–	–	4,302	11	0,0013
Cemig	0,655	11	0,5262	–	–	–	7,323	11	0,0000
Cia Hering	–	–	–	–	–	–	4,964	11	0,0004
Gerdau	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Itaubanco	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Itaúsa	-0,612	11	0,5527	-0,829	11	0,4246	–	–	–
Klabin S/A	2,216	11	0,0487	2,430	11	0,0334	–	–	–
Marcopolo	2,083	11	0,0613	2,453	11	0,0321	2,277	11	0,0437
Perdigão S/A	–	–	–	–	–	–	-0,295	11	0,7735
Randon Part	3,817	11	0,0029	–	–	–	–	–	–
Ripasa	-0,726	11	0,4829	-0,055	11	0,9568	2,321	11	0,0405
Sabesp	-0,551	11	0,5929	–	–	–	0,313	11	0,7600
Sadia S/A	–	–	–	–	–	–	-0,617	11	0,5501
Tran Paulist	5,708	11	0,0001	6,308	11	0,0001	3,065	11	0,0107
Unibanco	–	–	–	–	–	–	–	–	–
V C P	2,786	11	0,0177	2,487	11	0,0302	7,001	11	0,0000
Vigor	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Weg	5,949	11	0,0001	3,473	11	0,0052	–	–	–

FONTE: *Output* do SPSS (adaptado).

A partir dos resultados expostos na Tabela 15, são realizadas as seguintes análises com relação ao Teste *t* para o caso das empresas analisadas individualmente.

- 1) Para a variável *ROA* (*IND*): os testes indicaram haver mudança significativa no retorno do Ativo das empresas Klabin S/A, Randon Part, Tran Paulist, VCP e Weg;
- 2) Para a variável *ROE* (*IND*): os testes indicaram haver mudança significativa no retorno do Patrimônio Líquido das empresas Klabin S/A, Marcopolo, Tran Paulist, VCP e Weg;
- 3) Para a variável *TQ* (*IND*): os testes indicaram haver mudança significativa no valor de mercado das empresas Aracruz, Celesc, Cemig, Cia Hering, Marcopolo, Ripasa, Tran Paulist e VCP.

Nesses casos, portanto, o nível de significância observado (*Sig.*) é menor que o nível de significância estabelecido ($\alpha = 0,05$). Dessa forma, aceita-se a hipótese de que houve mudança significativa no retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido e valor de mercado das empresas após adesão aos níveis de governança da BOVESPA (H_1), pois não existe evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Entretanto, para os demais casos, aceita-se essa hipótese.

Haja vista que os testes indicaram que houve mudança significativa no *ROA*, *ROE* e *TQ* das empresas descritas nos itens “1)”, “2)” e “3)” acima, respectivamente, as discussões seguintes analisam se o valor desses indicadores aumentaram ou diminuíram. Por isso, realiza-se um teste unicaudal, através da **estatística t** , para analisar as seguintes hipóteses nula (H_0) e alternativa (H_1):

$$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2 \rightarrow \mu_2 > \mu_1$$

Ou:

$$1) \quad H_0: ROA_{\text{antes}} (IND) \geq ROA_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: ROA_{\text{antes}} (IND) < ROA_{\text{depois}} (IND) \rightarrow ROA_{\text{depois}} (IND) > ROA_{\text{antes}} (IND)$$

Conforme Tabela 15, como $t = 2,216$ (Klabin S/A), $t = 3,817$ (Randon Part), $t = 5,708$ (Tran Paulist), $t = 2,786$ (VCP) e $t = 5,949$ (Weg), e $t_{n-1} = 1,796$ (valor crítico de $t_{0,05}$ para $12 - 1 = 11$ graus de liberdade), rejeita-se H_0 , pois $t \geq t_{n-1}$. Em outras palavras, o teste estatístico indicou que o retorno do Ativo da Klabin S/A, Randon Part, Tran Paulist, VCP e Weg aumentou depois que essas empresas aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

$$2) \quad H_0: ROE_{\text{antes}} (IND) \geq ROE_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: ROE_{\text{antes}} (IND) < ROE_{\text{depois}} (IND) \rightarrow ROE_{\text{depois}} (IND) > ROE_{\text{antes}} (IND)$$

Analisando essas hipóteses sobre o *ROE*, como $t = 2,430$ (Klabin S/A), $t = 2,453$ (Marcopolo), $t = 6,308$ (Tran Paulist), $t = 2,487$ (VCP) e $t = 3,473$ (Weg), e $t_{n-1} = 1,796$, rejeita-se H_0 , pois $t \geq t_{n-1}$. Portanto, o teste estatístico apontou que o retorno do Patrimônio

Líquido da Klabin S/A, Marcopolo, Tran Paulist, VCP e Weg aumentou depois que essas empresas aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

$$3) H_0: TQ_{\text{antes}} (IND) \geq TQ_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: TQ_{\text{antes}} (IND) < TQ_{\text{depois}} (IND) \rightarrow TQ_{\text{depois}} (IND) > TQ_{\text{antes}} (IND)$$

Com relação à análise das hipótese do TQ , como $t = 12,024$ (Aracruz), $t = 4,302$ (Celesc), $t = 7,323$ (Cemig), $t = 4,964$ (Cia Hering), $t = 2,277$ (Marcopolo), $t = 2,321$ (Ripasa), $t = 3,065$ (Tran Paulist), e $t = 7,001$ (VCP), e $t_{n-1} = 1,796$, rejeita-se H_0 , pois $t \geq t_{n-1}$. Ou seja, a análise estatística indicou que o valor de mercado da Aracruz, Celesc, Cemig, Cia Hering, Marcopolo, Ripasa, Tran Paulist e VCP aumentou depois que essas empresas aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

4.3.3 Teste de significância não-paramétrico: Teste de Wilcoxon

Por sua vez, a Tabela 13 evidencia os resultados do Teste de Wilcoxon (não-paramétrico)³⁹ para análise de significância das variáveis das empresas cujas amostras não atenderam aos pressupostos do teste paramétrico.

³⁹ Sem perda de qualidade das análises, os *ranks* das diferenças das amostras emparelhadas foram omitidos, pois o volume de informações é excessivo. Contudo, essas informações constam do Apêndice 3 deste estudo.

Tabela 16: Teste de soma de classificações de Wilcoxon – empresas individualmente

	$ROA_{\text{depois}} (IND) - ROA_{\text{antes}} (IND)$		$ROE_{\text{depois}} (IND) - ROE_{\text{antes}} (IND)$		$TQ_{\text{depois}} (IND) - TQ_{\text{antes}} (IND)$	
	Z	Sig. (2-tailed)	Z	Sig. (2-tailed)	Z	Sig. (2-tailed)
Aracruz	–	–	–	–	–	–
Bradesco	–	–	-0,863 ^a	0,3882	–	–
Brasil Telec	–	–	–	–	-0,235 ^a	0,8139
Brasil T Par	-1,098 ^a	0,2721	-1,177 ^a	0,2393	–	–
Celese	-1,255 ^a	0,2094	-1,490 ^a	0,1361	–	–
Cemig	–	–	-1,490 ^a	0,1361	–	–
Cia Hering	-1,647 ^a	0,0995	-0,235 ^b	0,8139	–	–
Gerdau	-2,510 ^a	0,0121	-2,903 ^a	0,0037	-2,746 ^a	0,0060
Itaubanco	-0,863 ^a	0,3882	-0,941 ^b	0,3465	-2,903 ^a	0,0037
Itausa	–	–	–	–	0,000 ^b	1,0000
Klabin S/A	–	–	–	–	-0,941 ^a	0,3465
Marcopolo	–	–	–	–	–	–
Perdigão S/A	-1,569 ^a	0,1167	-1,569 ^a	0,1167	–	–
Randon Part	–	–	-2,824 ^a	0,0047	-3,059 ^a	0,0022
Ripasa	–	–	–	–	–	–
Sabesp	–	–	-0,078 ^a	0,9375	–	–
Sadia S/A	-1,334 ^a	0,1823	-1,726 ^a	0,0844	–	–
Tran Paulista	–	–	–	–	–	–
Unibanco	-0,941 ^b	0,3465	-0,471 ^b	0,6379	-2,118 ^a	0,0342
V C P	–	–	–	–	–	–
Vigor	-0,471 ^a	0,6379	-0,784 ^a	0,4328	-3,059 ^a	0,0022
Weg	–	–	–	–	-3,059 ^a	0,0022

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

FONTE: Output do SPSS (adaptado).

Analisando os resultados constantes da Tabela 16, chega-se às seguintes conclusões com relação ao Teste de Wilcoxon para as empresas analisadas individualmente:

- 1) Para a variável $ROA (IND)$: os testes indicaram haver mudança significativa no retorno do Ativo apenas da empresa Gerdau;
- 2) Para a variável $ROE (IND)$: os testes indicaram haver mudança significativa no retorno do Patrimônio Líquido das empresas Gerdau e Randon Part;
- 3) Para a variável $TQ (IND)$: os testes indicaram haver mudança significativa no valor de mercado das empresas Gerdau, Itaubanco, Randon Part, Unibanco, Vigor e Weg.

Assim, com relação às empresas descritas nos itens acima, o nível de significância observado ($Sig.$) é menor que o nível de significância estabelecido ($\alpha = 0,05$). Por isso, aceita-se a

hipótese de que houve mudança significativa no retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido e valor de mercado dessas empresas, após adesão às práticas de governança da BOVESPA (H_1), pois não existe evidência estatística suficiente para aceitar H_0 . Entretanto, para as demais empresas, aceita-se essa hipótese.

Em virtude do Teste de Wilcoxon, para as empresas analisadas individualmente, ter mostrado que houve mudança significativa no ROA , ROE e TQ das empresas descritas nos itens “1)”, “2)” e “3)” acima, o passo seguinte analisa se essa mudança foi positiva ou negativa, realizando-se um teste unicaudal através da **estatística z**. Por isso, testam-se as seguintes hipóteses nula (H_0) e alternativa (H_1):

$$H_0: \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 < \mu_2 \rightarrow \mu_2 > \mu_1$$

Ou:

$$1) \quad H_0: ROA_{\text{antes}} (IND) \geq ROA_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: ROA_{\text{antes}} (IND) < ROA_{\text{depois}} (IND) \rightarrow ROA_{\text{depois}} (IND) > ROA_{\text{antes}} (IND)$$

De acordo com a Tabela 16, como $z = -2,510$ (Gerdau), e $-z_\alpha = -1,645$ (valor crítico de $z_{0,05}$), rejeita-se H_0 , pois $z \leq -z_\alpha$. Assim sendo, conclui-se que o retorno do Ativo da Gerdau aumentou depois de sua adesão ao nível 1 de governança corporativa da BOVESPA.

$$2) \quad H_0: ROE_{\text{antes}} (IND) \geq ROE_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: ROE_{\text{antes}} (IND) < ROE_{\text{depois}} (IND) \rightarrow ROE_{\text{depois}} (IND) > ROE_{\text{antes}} (IND)$$

Analisando o ROE , como $z = -2,903$ (Gerdau) e $z = -2,824$ (Randon Part), e $-z_\alpha = -1,645$, rejeita-se H_0 , pois $z \leq -z_\alpha$. Por isso, pode-se dizer que o retorno do Patrimônio Líquido da Gerdau e da Randon Part aumentou depois que essas empresas aderiram ao nível 1 de governança da BOVESPA.

$$3) \quad H_0: TQ_{\text{antes}} (IND) \geq TQ_{\text{depois}} (IND)$$

$$H_1: TQ_{\text{antes}} (IND) < TQ_{\text{depois}} (IND) \rightarrow TQ_{\text{depois}} (IND) > TQ_{\text{antes}} (IND)$$

Sobre a análise do TQ , como $z = -2,746$ (Gerdau), $z = -2,903$ (Itaubanco), $z = -3,059$ (Randon Part), $z = -2,118$ (Unibanco), $z = -3,059$ (Vigor) e $z = -3,059$ (Weg), e $-z_\alpha = -1,645$, rejeita-se H_0 , pois $z \leq -z_\alpha$. Portanto, pode-se dizer que o valor de mercado da Gerdau, Itaubanco, Randon Part, Unibanco, Vigor e Weg aumentou depois que essas empresas aderiram ao nível 1 de governança da BOVESPA.

A seguir, a Tabela 17 faz um resumo do Teste t e do Teste de Wilcoxon apresentados nas Tabelas 15 e 16, objetivando dar uma visão geral dos resultados dos testes das empresas analisadas individualmente.

Tabela 17: Resumo do Teste t e do Teste de Wilcoxon – empresas individualmente

	<i>ROA (IND)</i>		<i>ROE (IND)</i>		<i>TQ (IND)</i>	
	Quant	%	Quant	%	Quant	%
Empresas com Sig. $\geq 0,05 \rightarrow$ Aceita-se H_0	16	72,73	15	68,18	8	36,36
Empresas com Sig. $< 0,05 \rightarrow$ Rejeita-se H_0	6	27,27	7	31,82	14	63,64
Totais	22	100,00	22	100,00	22	100,00

FONTE: Tabelas 15 e 16.

Através do resumo dos testes de significância exposto na Tabela 17, para as empresas analisadas individualmente, observe-se que somente em 27,27% e 31,82% dos casos houve mudança significativa no *ROA (IND)* e *ROE (IND)* das empresas, após adesão aos níveis de governança da BOVESPA (H_1), contra 72,73% e 68,18% dos casos aceitando a hipótese de que não houve essa mudança nos indicadores após o referido fato (H_0), respectivamente.

Referente ao *TQ (IND)*, a situação é oposta, pois, enquanto 63,64% dos casos apontam para aceitação da hipótese de que houve mudança significativa nesse indicador, após adesão das empresas aos níveis de governança da BOVESPA (H_1), apenas 36,36% dos casos aceita a hipótese de que não houve essa mudança (H_0).

Por conseguinte, as análises realizadas por meio da **estatística t** e da **estatística z** detectaram que foram positivas as mudanças significativas nos indicadores de todas as empresas que apresentaram essa característica. Isto quer dizer que, das empresas analisadas individualmente, 27,27%, 31,82% e 63,64% apresentaram retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido e valor de mercado superiores, após adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA, respectivamente.

4.4 Grupo de controle

Essa seção trata da descrição e análise dos dados de um **Grupo de Controle**, cuja amostra foi composta por 14 (quatorze) companhias listadas na BOVESPA, porém **fora do NM e dos NDGC**. Esse recurso teve como objetivo fazer uma comparação de tendências entre os resultados das análises da amostra original e do grupo de controle, aumentando a garantia das conclusões da pesquisa empírica deste estudo.

Os testes estatísticos e os procedimentos de análise dos dados do grupo de controle foram os mesmos utilizados na amostra original. Os resultados obtidos serão discutidos a seguir, optando-se por não discorrer detalhadamente os procedimentos estatísticos, em função de já terem sido realizados, exaustivamente, nos tópicos 4.1, 4.2, e 4.3.

O Quadro 7 mostra as informações referentes ao grupo de controle.

Quadro 7: Dados das empresas componentes do grupo de controle

Nº	Nome de Pregão da Empresa	Subsetor Econômico	Data de Evento	Período Analisado
1	Aliperti	Siderurgia e Metalurgia	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
2	Banespa	Intermediários Financeiros	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
3	Cemat	Energia Elétrica	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
4	Coelce	Energia Elétrica	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
5	Doc Imbituba	Transporte	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
6	Embraer	Material de Transporte	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
7	Fibam	Siderurgia e Metalurgia	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
8	Iguaçu Café	Alimentos	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
9	Iochp-Maxion	Material de Transporte	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
10	Lojas Americ	Comércio	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
11	Marisol	Tecidos, Vestuário e Calçados	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
12	Metal Leve	Material de Transporte	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
13	Recrusul	Material de Transporte	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004
14	Tim Part S/A	Telefonia Móvel	jan. 2002	jan./1999 à dez./2004

É relevante destacar três diferenças fundamentais do grupo de controle em relação à amostra original (Quadro 8):

Quadro 8: Diferenças entre o grupo de controle e a amostra original

Características	Amostra Original	Grupo de Controle
Tamanho	22	14
Amostragem	Não probabilística	Probabilística
Segmento de mercado	NM e NDGC	Mercado Tradicional

Visto que o objetivo do grupo de controle é uma comparação de tendências para dar maior credibilidade aos resultados das análises da amostra original, o número de companhias no grupo de controle (14) é menor do que a quantidade de empresas na amostra original (22).

Sobre a amostragem, o tipo não probabilístico foi escolhido para dar maior robustez aos resultados do grupo de controle, tendo em vista as empresas terem sido selecionadas aleatoriamente.

No segmento de mercado de capitais, as empresas do grupo de controle foram selecionadas do mercado tradicional, com a intenção de verificar se os resultados seguiriam ou não a mesma tendência dos resultados das análises da amostra original, selecionada entre as companhias do NM e NDGC da BOVESPA.

Ressalte-se que, enquanto o início e fim do período de análise das empresas da amostra original não foi, necessariamente, o mesmo, em razão de suas datas de adesão aos três níveis de governança corporativa da BOVESPA, o período do grupo de controle foi o mesmo para todas as empresas (janeiro/1999 a dezembro/2004), visto que se adotou uma data média de evento (janeiro/2002) como parâmetro das datas da amostra original. Contudo, o intervalo total e a periodicidade das análises foram os mesmos nas duas amostras, seis anos (três antes e três depois) e análise trimestral, respectivamente.

Feito essas considerações, após a verificação dos pressupostos da normalidade e da homogeneidade das variâncias, o Quadro 9 resume a tipologia dos testes de significância utilizados nos dados do grupo de controle.

Quadro 9: Tipologia dos testes de significância do grupo de controle

Discriminação	Variáveis e tipo de teste		
	ROA	ROE	TQ
Empresas em conjunto	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Empresas individualmente			
Aliperti	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Banespa	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Cemat	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Coelce	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Doc Imbituba	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Embraer	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Fibam	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Iguaçu Café	Wilcoxon	Wilcoxon	Wilcoxon
Iochp-Maxion	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Lojas Americ	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Marisol	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Teste <i>t</i>
Metal Leve	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon
Recrusul	Teste <i>t</i>	Wilcoxon	Wilcoxon
Tim Part S/A	Teste <i>t</i>	Teste <i>t</i>	Wilcoxon

Na seqüência, a Tabela 18 fornece o resumo consolidado dos resultados do Teste *t* e Teste de Wilcoxon do grupo de controle, para as empresas analisadas em conjunto.

Tabela 18: Teste *t* e Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas em conjunto

Resultados do Teste <i>t</i>			
	<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
Pair 1			
<i>ROA</i> _{depois} (CONJ) - <i>ROA</i> _{antes} (CONJ)	0,631	13	0,539
Pair 2			
<i>TQ</i> _{depois} (CONJ) - <i>TQ</i> _{antes} (CONJ)	-0,028	13	0,978
Resultados do Teste de Wilcoxon			
	<i>Z</i>	<i>Asymp. Sig. (2 tailed)</i>	
<i>ROE</i> _{depois} (CONJ) - <i>ROE</i> _{antes} (CONJ)	-2,417 ^a	0,0157	

a. Based on negative ranks.

FONTE: Output do SPSS (adaptado).

Analisando, resumidamente, os resultados da Tabela 18, para as empresas em conjunto, conclui-se que não houve mudança significativa no retorno do ativo e valor de mercado das empresas do grupo de controle, pois o *Sig.* (*ROA* = 0,539 e *TQ* = 0,978) é maior que o $\alpha = 0,05$. Ao contrário, houve mudança significativa no retorno do patrimônio líquido dessas empresas, uma vez que o *Sig.* (*ROE* = 0,0157) é menor que o $\alpha = 0,05$; pela análise da

estatísticas z , essa mudança foi positiva, visto que $z = -2,417 \leq -z_\alpha = -1,645$.⁴⁰ Observe-se que as hipóteses estatísticas foram consideradas, porém não descritas.

Por sua vez, as Tabelas 19 e 20 consolidam o resumo dos resultados do Teste t e Teste de Wilcoxon do grupo de controle, no caso das empresas analisadas individualmente.

Tabela 19: Teste t e Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas individualmente

	ROA antes (IND) –				ROE antes (IND) –				TQ antes (IND) –			
	ROA depois (IND)				ROE depois (IND)				TQ depois (IND)			
	z	t	df	Sig. (2-tailed)	z	t	df	Sig. (2-tailed)	z	t	df	Sig. (2-tailed)
Aliperti	–	1,700	11	0,1173	–	1,838	11	0,0932	-3,059 ^a	–	–	0,0022
Banespa	–	2,184	11	0,0515	–	1,808	11	0,0981	-0,941 ^b	–	–	0,3465
Cemat	–	0,736	11	0,4770	–	0,805	11	0,4377	-1,412 ^a	–	–	0,1579
Coelce	–	-2,643	11	0,0229	–	-1,690	11	0,1192	-3,059 ^a	–	–	0,0022
Doc Imbituba	-0,941 ^a	–	–	0,3465	-0,157 ^a	–	–	0,8753	-3,059 ^b	–	–	0,0022
Embraer	–	-4,254	11	0,0014	–	-6,727	11	0,0000	-1,020 ^a	–	–	0,3078
Fibam	-1,726 ^b	–	–	0,0844	-1,726 ^a	–	–	0,0844	-2,275 ^a	–	–	0,0229
Iguaçu Café	-0,784 ^b	–	–	0,4328	-0,549 ^a	–	–	0,5829	-3,059 ^b	–	–	0,0022
Iochp-Maxion	–	0,820	11	0,4298	–	0,411	11	0,6893	-1,569 ^b	–	–	0,1167
Lojas Americ	–	1,159	11	0,2711	–	2,049	11	0,0651	-2,981 ^b	–	–	0,0029
Marisol	–	-0,568	11	0,5814	-0,314 ^b	–	–	0,7537	–	-1,522	11	0,1563
Metal Leve	–	1,556	11	0,1479	–	1,382	11	0,1943	-2,353 ^b	–	–	0,0186
Recrusul	–	-1,538	11	0,1524	-1,255 ^b	–	–	0,2094	-3,059 ^b	–	–	0,0022
Tim Part S/A	–	2,629	11	0,0235	–	2,656	11	0,0224	-2,824 ^a	–	–	0,0047

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

FONTE: Output do SPSS (adaptado).

Tabela 20: Resumo do Teste t e do Teste de Wilcoxon do grupo de controle – empresas individualmente

	ROA (IND)		ROE (IND)		TQ (IND)	
	Quant	%	Quant	%	Quant	%
Empresas com Sig. $\geq 0,05 \rightarrow$ Aceita-se H_0	11	78,57	12	85,71	5	35,71
Empresas com Sig. $< 0,05 \rightarrow$ Rejeita-se H_0	3	21,43	2	14,29	9	64,29
Totais	14	100,00	14	100,00	14	100,00

FONTE: Tabela 19.

Fazendo uma leitura dos resultados dos testes de significância do grupo de controle (Tabelas 19 e 20), pode-se dizer que houve mudança significativa no retorno do ativo, retorno do patrimônio líquido e valor de mercado das empresas em 21,43%, 14,29% e 64,29% dos casos, respectivamente; isso considerando as empresas analisadas individualmente. Pela

⁴⁰ O valor crítico de $z_{0,05}$ é igual a 1,645.

análise das **estatísticas t e z** dos casos em que houve mudança, observe-se que foi positiva, visto que $t \geq t_{n-1} = 1,771$ ⁴¹ ou $t \leq -t_{n-1} = -1,771$ e $z \leq -z_{\alpha}$. Nos demais casos, não houve mudança significativas nos indicadores.

4.4.1 Análise comparativa da amostra original e grupo de controle

A Figura 5 mostra um resumo comparativo dos resultados das análises da amostra original e grupo de controle, para as empresas em conjunto.

	ROA	ROE	TQ
Amostra original	Depois > Antes	Depois > Antes	Depois > Antes
Grupo de controle	Depois = Antes	Depois > Antes	Depois = Antes

Figura 5: Comparação das análises da amostra original e grupo de controle – empresas em conjunto

Com isso, verifica-se que apenas o resultado da análise do *ROE* – grupo de controle – seguiu a mesma tendência dos resultados da análise da amostra original, *i.e.*, que o retorno médio do ativo nos dois grupos de empresas aumentou no período “depois” em relação ao período “antes” de análise.

Complementando essas análises comparativas, o Gráfico 7 apresenta uma síntese dos resultados das análises da amostra original (“orig”) e grupo de controle (“cont”), para as empresas individualmente.

⁴¹ O valor crítico de $t_{0,05}$ para $14 - 1 = 13$ graus de liberdade (*df*) é igual a 1,771.

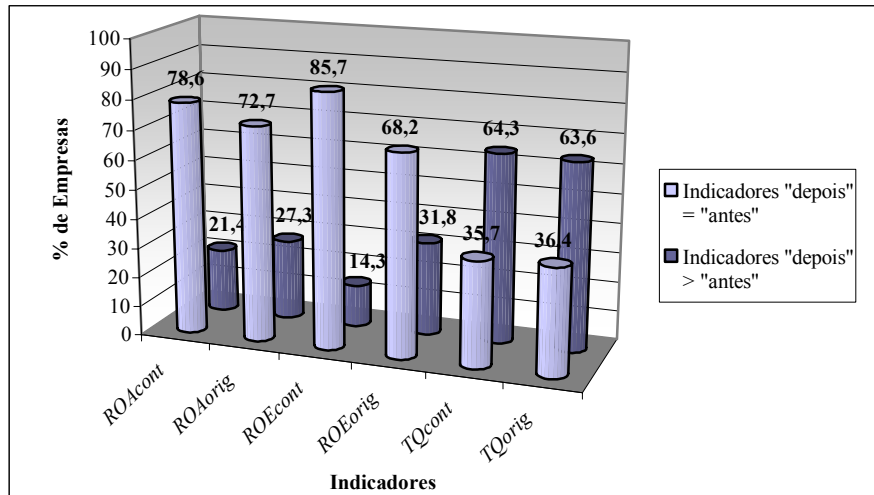


Gráfico 7: Comparação das análises da amostra original e grupo de controle – empresas individualmente

No caso das empresas analisadas individualmente, o Gráfico 7 evidencia que os resultados das análises do grupo de controle seguiram a mesma tendência dos resultados das análises da amostra original, da seguinte forma:

- a) na maioria dos casos do grupo de controle, verificou-se que não houve mudança significativa no retorno do ativo ($ROA_{cont} = 78,6\%$) e retorno do patrimônio líquido ($ROE_{cont} = 85,7\%$); na amostra original da mesma forma ($ROA_{orig} = 21,4\%$ e $ROE_{orig} = 14,3\%$);
- b) na maioria dos casos do grupo de controle, verificou-se que houve mudança significativa no valor da empresa ($TQ_{cont} = 31,8\%$); na amostra original também ($TQ_{orig} = 35,7\%$).

Resumindo, os resultados das análises do grupo de controle não seguiram, necessariamente, os resultados das análises da amostra original. Isso significa que os fatores que influenciam na rentabilidade e valor de mercado das empresas têm uma forte ligação com a adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Se todos os resultados das análises do grupo de controle tivessem seguido a mesma direção dos resultados das análises da amostra original, entender-se-ia que as causas estariam mais ligadas a outros fatores em detrimento do motivo da adesão.

Mas, em virtude dos resultados das análises do grupo de controle, para as empresas analisadas individualmente, terem seguido a mesma tendência dos resultados das análises da amostra original, significa que os efeitos verificados na rentabilidade e valor de cada companhia, também, têm uma grande ligação com outras variáveis internas e externas às empresas, micro e macroeconômicas, e não apenas pelo motivo da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Portanto, pode-se afirmar com maior propriedade que a adesão aos níveis (ou às práticas) de governança corporativa da BOVESPA teve impacto significativo na rentabilidade e valor das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desenvolvimento de mudanças nos padrões de governança corporativa de um país, via reformas legislativas, normalmente é acompanhado por inúmeros obstáculos, a exemplo da resistência de alguns agentes diretamente envolvidos no assunto, ou o excesso de trâmites meramente burocráticos. Por razões dessa natureza, alguns mercados vêm criando mecanismos de adesão voluntária a melhores práticas de governança por parte das empresas. O mercado brasileiro, seguindo uma tendência mundial, implantou os contratos privados entre a BOVESPA e as companhias abertas, contemplando compromissos de práticas adicionais de governança corporativa, o que representa mecanismos alternativos às reformas legislativas pertinentes ao assunto.

Nesse sentido, o objetivo principal desta pesquisa foi analisar se houve mudança significativa na rentabilidade e valor total de mercado das companhias, após aderirem aos níveis de governança corporativa da BOVESPA (N1GC, N2GC ou NM), em que três variáveis operacionais foram testadas estatisticamente: Retorno do Ativo (*ROA*), Retorno do Patrimônio Líquido (*ROE*) e Valor Total de Mercado da Empresa (*TQ*).

Para as companhias analisadas em conjunto, verificou-se uma mudança estatisticamente significativa na rentabilidade média, medida pelo *ROA* e *ROE*, e valor total médio de mercado das companhias, medido pelo *TQ*, após adesão aos segmentos de governança corporativa da BOVESPA. Os testes de hipóteses, realizados através da estatística *t* (Teste *t*) para o *ROA* e estatística *z* (Teste de Wilcoxon) para o *ROE* e *TQ*, indicaram que tanto a rentabilidade média quanto o valor total médio de mercado das empresas foram superiores após a adesão. Esses resultados levaram em conta um nível de confiança e significância de 95% e 5%, respectivamente.

Quando analisadas individualmente, 63,64% dos casos convergiram para a aceitação da hipótese de que houve mudança significativa no *TQ* após a referida adesão. Entretanto, para o *ROA* e *ROE* apenas 27,27% e 31,82% dos casos individuais foram convergentes com a análise conjunta, respectivamente. Os resultados das estatísticas *t* e *z* demonstraram que foram

positivas essas mudanças significativas nos indicadores desse grupo de empresas, considerando um nível de confiança de 95% e respectivo nível de significância de 5%.

Por sua vez, as análises de um grupo de controle formado por empresas fora do NM e dos NDGC, porém listadas na BOVESPA, apresentaram os seguintes resultados: a) para as empresas em conjunto: não houve mudança significativa no *ROA* e no *TQ* e houve mudança significativa positiva no *ROE*; b) para as empresas individualmente: houve mudança significativa positiva no *ROA*, *ROE* e *TQ* em 21,43%%, 14,29% e 64,29% dos casos, respectivamente.

A adoção desse procedimento – grupo de controle – objetivou uma análise comparativa de tendências entre os resultados das análises da amostra original e do grupo de controle, o que aumentou a garantia das conclusões da pesquisa empírica. Dessa forma, enquanto na análise das empresas em conjunto a tendência não foi, necessariamente, a mesma, reforçando a credibilidade dos resultados, na análise das empresas individualmente os resultados seguiram a mesma tendência, o que confirma a presença de outras variáveis impactando na rentabilidade e no valor das companhias.

No entanto, é oportuno frisar que o simples fato de uma empresa ingressar em um dos níveis de governança corporativa da BOVESPA não representa, necessariamente, reflexo direto e imediato em seu desempenho ou valor total de mercado. O estudo partiu da premissa de que, ao ingressar em um desses segmentos, a empresa assume compromissos adicionais de governança que, de uma forma ou de outra, acabam impactando no desempenho da companhia que, por sua vez, reflete na rentabilidade e valor de mercado. Um desses compromissos é o estreitamento das relações com investidores visto que, para ter sucesso, a empresa precisa mostrar que realmente é merecedora da confiança desses agentes para continuar investindo. E a melhor forma de atender a esse requisito é através da comprovação de boas perspectivas de retornos econômico-financeiros, a qual pode ser obtida a partir de uma maior transparência e *disclosure* para os investidores por parte da corporação.

Assim sendo, de acordo com a metodologia utilizada no presente estudo, pode-se dizer que o impacto da adesão das companhias aos níveis de governança corporativa da BOVESPA na rentabilidade e valor dessas corporações é significativamente positivo, uma vez que a análise

conjunta revelou aumento nas variáveis analisadas, bem como a análise individual apresentou aumento para algumas empresas e não mostrou redução para as demais.

Essa conclusão foi ratificada pelos resultados das análises do grupo de controle, principalmente para as empresas em conjunto. Ressalte-se, porém, que também existem outras variáveis internas e externas às empresas, micro e macroeconômicas, que impactam na rentabilidade e no valor das companhias, e não apenas o motivo da adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA, conforme demonstrado pelos resultados das análises desse grupo para as empresas individualmente.

As evidências do impacto positivo na rentabilidade convergem para os resultados encontrados por Sousa (2005), Silva e Leal (2004) e Srour (2002); por sua vez, os resultados empíricos de mudança positiva no valor das empresas estão em sintonia com as pesquisas de Sousa (2005), Pedreira e Santos (2004), Silva e Leal (2004) e Carvalho (2003).

Portanto, os resultados empíricos desta pesquisa tendem para a hipótese de que, de forma não sistemática, empresas com estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelo mercado obtêm melhores resultados e são mais bem avaliadas pelo mercado.

Vale salientar que, tendo em vista os testes estatísticos da amostra original terem uma amostragem não probabilística subjacente, os resultados encontrados são extensivos apenas às companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Em face dos resultados desta pesquisa, espera-se contribuir para que a sociedade, de um modo em geral, possa entender o sentido primordial e os inúmeros benefícios em serem adotadas práticas de boa governança, porque esse é um caminho capaz de conduzir as corporações a desempenhos cada vez mais satisfatórios, perpetuando o sucesso do negócio na criação de riqueza e na perenidade da organização.

Para a expansão do conhecimento sobre os indicadores tratados neste estudo, recomenda-se, para futuras pesquisas envolvendo os níveis de governança corporativa da BOVESPA, aumentar o período de análise dos dados. Esse procedimento poderá gerar condições para

reduzir as deficiências das métricas contábeis. Da mesma forma, recomenda-se aumentar a amostra de estudo, o que será possível apenas com o passar do tempo, pois só assim o banco de dados, com as informações necessárias, ficará mais robusto.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga de; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out./nov./dez., 2004.

AKDERE, Mesut; AZEVEDO; Ross E. *Agency theory implications for efficient contracts in organization development*. **Organization Development Journal**. Chesterland, v. 24, n. 2, p. 43-54, Summer 2006. Proquest ABI/Inform Global.

AKERLOF, George. *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v. 84, n. 3, August 1970. p. 488-500. Disponível em: <<http://www.students.yorku.ca/~siccardi/The%20market%20for%20lemons.pdf>>. Acesso em: 05 ago. 2006.

ALMEIDA, Leandro. Governança corporativa no Brasil. **Workshop IBMEC-Petrobrás**, Rio de Janeiro, 2-3 dez. 2002 *apud* SILVA, Edson Cordeiro da; ZOTES, Luiz Peres. Governança corporativa e sua influência na gestão da qualidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, ano XXXIII, n. 147, maio/jun. 2004.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. **Mercado financeiro**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BARNHART; Scott W.; ROSENSTEIN, Stuart. *Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis*. **The Financial Review**. Tallahassee, v. 33, n. 4, p. 1-16, November 1998. Proquest ABI/Inform Global.

BARROS, José Roberto Mendonça de *et al.* **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, 2000. 52p.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. *The non-correlation between board independence and long term firm performance*. **Journal of Corporation Law**. Iowa City, v. 27, n.2, p. 231-273, Winter 2002. Proquest ABI/Inform Global.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Boletim Diário de Informações (BDI) nº 240/2005** – 16/12/2005. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/boletim/bol1216.pdf>>. Acesso em: 20 dez. 2005.

_____. **Novo mercado**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/novomercado/NovoMercado.htm>>. Acesso em: 17 out. 2005.

_____. **Níveis de governança corporativa** – conheça os níveis 1 e 2 de governança corporativa. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro.asp>. Acesso em: 17 out. 2005.

BRAGA, Roberto; NOSSA; Valcemiro; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. *In*: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003. CD-ROM.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARVALHAL, André. Governança corporativa e valor das empresas. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 27 abr. 2004.

SILVA, André L. Carvalhal da; LEAL, Ricardo P. C. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. São Paulo: IBGC, jun. 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/CarvalhalLeal.pdf>>. Acesso em: 22 ago. 2006.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. *In*: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2003. CD-ROM.

_____. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

CERDA, Alvaro Clarke de la. **Tender offers, takeovers and corporate governance**. The Latin America Corporate Governance Roundtable. São Paulo, April 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/56/59/1922420.pdf>>. Acesso em: 02 ago. 2006.

CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. *A simple approximation of Tobin's Q*. **Financial Management**. [S.l.], v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CICOGNA, Maria Paula Vieira; VALLE, Mauricio Ribeiro do; TONETO JUNIOR, Rudinei. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005. CD-ROM.

COLLINS, James Charles; PORRAS, Jerry I. **Feitas para durar**: práticas bem sucedidas de empresas visionárias. Tradução de Silvia Schiros. Rio de Janeiro: Rocco, 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Jun./2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 12 dez. 2005.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). **Internal control – integrated framework executive summary**. Disponível em: <http://www.coso.org/publications/executive_summary_integrated_framework.htm>. Acesso em: 06 jun. 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DISCLOSURE DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS. **Novo mercado e níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA**. São Paulo: Finance Treinamento e Publicações, ano IX, ed. 95, set. 2003.

DUBEUX, Rodrigo Ramalho. **O novo mercado da Bovespa e a governança corporativa**. São Paulo, 2001. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 7, n. 4, out./dez. 2000.

FREUND, John E.; SIMON, Gary A. **Estatística aplicada**: economia, administração e contabilidade. Tradução de Alfredo Alves de Farias. 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GOMES, Jonas; BRAGA, Gilberto. Governança e governabilidade. **Jornal Valor Econômico**. Rio de Janeiro, 24/08/2005. Opinião. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/search.html?q=gilberto+braga&w=Palavra-have&type=1&p=1&sp=1>>. Acesso em: 24 jun. 2006.

GREGÓRIO, Jaime. **Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil no período de 1997 a 2004**. São Paulo, 2005. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e

Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

GUIMARÃES, Camila. Momento de troca. **Revista Capital Aberto**. São Paulo: Capital Aberto, ano 3, n. 30, p 24-27, fev. 2006.

GRADILONE, Cláudio; NAPOLITANO, Giuliana. Abertura de capital: o Brasil descobre a bolsa. **Exame**. São Paulo: Abril, ed. 864, ano 40, n. 6, p.24-30, 29 mar. 2006.

HAWKINS, C. J. *Theory of the firma*. Macmillan Studies Economics. London: Macmillan, 1973.

HAWLEY, James P.; WILLIAMS, Andrew T. *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism a review of the literature*. Elaborado para a Organization for Economic Cooperation and Development. Paris, jan. 1996.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDÁ, Michael F. Van. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. Traduzida por Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, Benjamim E.; WEISBACH, Michael S. *Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. **NBER Working Paper**. Cambridge, n. 8161, March 2001 *apud* SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane; HOSKISSON, Robert E. *Strategic management: competitiveness and globalization – concepts and cases*. 3rd ed. Cincinnati-Ohio: South-Western College Publishing, 1999.

HUNT, E. K. **História do pensamento econômico**. 14. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1981.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>>. Acesso em: 22 nov. 2005.

_____. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 22 nov. 2005.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. A contabilidade no meio econômico e administrativo. **Revista de Contabilidade – CRCSP**. São Paulo: CRCSP, ano IV, n. 13, p. 18-23, set. 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Curso de contabilidade para não contadores**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

IZIQUÉ, Cláudia. De mãos dadas. **Revista Razão Contábil**. São Paulo: Segmento RM Editores, ano 2, n. 16, p. 24-27, ago. 2005.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, October 1976.

KASSAI, José Roberto *et al.* **Retorno de investimento**: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2005.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; ASSAF NETO, Alexandre. Índice de especulação do valor agregado – IEVA. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, n. 30, set./dez. 2002.

KLEIN, Peter G. *New institutional economics*. Department of Economics, University of Georgia, July 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=115811>>. Acesso em: 13 jun. 2006.

LA PORTA, Rafael *et al.* *La protección del inversionista y la administración corporativa*. **El Trimestre Económico**. Tlalpan, vol. 71, n. 283, p. 497-532, Jul./Sep. 2004. Proquest ABI/Inform Global.

LA PORTA, Rafael *et al.* *Law and Finance*. **Journal Political Economy**. Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998. Proquest ABI/Inform Global.

LAPPONI, Juan Carlos. **Estatística usando excel**. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; VALADARES, Sílvia Mourthé. *Ownership and control structure of brazilian companies*. **Revista ABANTE**. Santiago, v. 3, n. 1, p. 29-56, Oct. 1999/Abr. 2000. Disponível em: <<http://www.abante.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-3-N1/2%20Valadares.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2006.

LEHMANN, Erik; WARNING, Susanne; WEIGAND, Jürgen. *Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability*. **Journal of Management & Governance**. Dordrecht, v. 8, n. 3, p. 279-304, 2004.

LENG, Allan Chang Aik. *The impact of corporate governance practices on firm's financial performance: evidence from malaysian companies*. **Asean Economic Bulletin**. [S.l.], v. 21, n. 3, p. 308-318, dez. 2004.

LEONE, George Sebastião Guerra; LEONE, Rodrigo José Guerra. **Dicionário de custos**. São Paulo: Atlas, 2004.

LETHBRIDGE, Tiago. O que vem depois a bolsa. **Exame**. São Paulo: Abril, ed. 864, ano 40, n. 6, p. 32-35, 29 mar. 2006.

LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L.; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações usando microsoft excel em português**. Tradução de Teresa Cristina Padilha de Souza. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LIMA, Iran Siqueira *et al.* Uma análise dos primeiros passos do novo mercado. *In: SEMINÁRIO USP DE CONTABILIDADE*, 2., 2002, São Paulo. **Seminários...** São Paulo: FEA/USP, 2002. CD-ROM.

LOPES, Alexsandro Brodel; **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, Alexsandro Brodel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MAHER, Maria; ANDERSON, Thomas. *Corporate governance: effects on firm performance and economic growth*. **Organisation for Economic Co-Operation and Development (OECD)**. Paris, 1999. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/10/34/2090569.pdf>>. Acesso em: 29 jan. 2006.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do trabalho científico: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Eliseu. Análise crítica de balanços – parte II. *In: Temática Contábil e Balanços*. **Boletim IOB**. [S.l.], n. 31, p. 1-9, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Humberto Falcão. Em busca de um regime contratual de gestão: a recente implementação de contratos de gestão na administração pública brasileira. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000. CD-ROM.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MB ASSOCIADOS. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa, jul. 2001. (Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais). Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 30 jun. 2006.

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil**. São Paulo, out. 2001. 44p.

MEGLIORINI, Evandir. Amostragem. *In*: CORRAR, Luiz João; THEÓPHILO, Carlos Renato (Org.). **Pesquisa operacional para decisão em contabilidade e administração: contabilometria**. São Paulo: Atlas, 2004.

MOISSON, Marcel. **Prática do estudo da rentabilidade das empresas**. Tradução de M. Sofia Lemos Viana e de J. Pinto dos Santos. Lisboa: Pórtico, [19--].

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate governance**. 2nd ed. Oxford: Blackwell Publishers Ltd, 2001.

NAM, Sang-Woo; NAM, Il Chong. *Corporate governance in Asia: recent evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*. **Asian Development Bank Institute**. [S.l.], Oct. 2004.

NOSSA, Valcemiro; KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. A teoria do agenciamento e a contabilidade. *In*: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000. CD-ROM.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD principles of corporate governance** – 2004 Edition. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 01 dez. 2005.

PACE, Eduardo Sérgio Ulrich; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; SILVA, Marcos Alessandro. Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. **Revista de Administração Contemporânea**. São Paulo, v. 7, n. 1, p. 37-65, jan./mar. 2003.

PEDREIRA, Emerson Bazilio; SANTOS, José Odálio dos. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *In*: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. CD-ROM.

PEREIRA, Alexandre. **Guia prático de utilização do SPSS: análise de dados para ciências sociais e psicologia**. 5. ed. revista e aumentada. Lisboa: Silabo, 2004.

POSTIGO, Rubens. **Grupos empresariais: decisões do acionista controlador e impacto no retorno do investimento das classes acionárias**. São Paulo, 1985. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

QUEIROZ, Napoleão dos Santos. A economia política da corrupção e os custos de transação: uma análise crítica à luz da dubiedade interpretativa da teoria econômica no contexto dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002. CD-ROM.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. Tradução de Alexandre L. G. Alcântara. São Paulo: Atlas, 2001.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa. *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD*, 6., 2003, São Paulo. **Seminários...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Administração – FEA/USP, 2003. CD-ROM.

RODRIGUES, José Antônio; MENDES, Gilmar Melo de. **Governança corporativa: estratégia para geração de valor**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

ROE, Mark J. *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*. Princeton: Princeton University Press, 1994 *apud* KLEIN, Peter G. *New institutional economics*. Department of Economics, University of Georgia, July 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=115811>>. Acesso em: 13 jun. 2006.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROZO, José Danúbio. **Relação entre mecanismos de governança corporativa e medidas de performance econômica das empresas brasileiras integrantes do Índice Brasil da Bolsa de Valores de São Paulo**. São Paulo, 2003. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SADDI, Jairo. O tema da governança e a transparência no mercado de capitais. **Jornal Valor Econômico**. Rio de Janeiro, 21/01/2003, p. E-2. Legislação & Tributos. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/search.html?q=saddi&w=Palavra-chave&type=1&p=9&sp=1>>. Acesso em: 22 jun. 2006.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da CVM**. São Paulo, p. 4-8, dez. 2001.

SANTOS, Hélio de Souza. **A rentabilidade e seus multiformes aspectos**. São Paulo, 1980. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

SANTOS, Hermes Mendes; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Governança corporativa e estratégia organizacional: um estudo do funcionamento no contexto brasileiro. *In*: COSTA, Benny Kramer; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de (Coord.). **Estratégia: perspectivas e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2002. p. 269-285.

SANTOS, Lílian Regina dos. **A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SETUBAL JÚNIOR, Waldemiro. **Governança corporativa: foco Petrobrás**. Rio de Janeiro, 2002. Monografia (Graduação em Administração), Universidade Estácio de Sá.

SHLEIFER, Andrei.; VISHNY, Robert W. *A survey of corporate governance*. **The Journal of Finance**. [S.l.], n. 2, v. 52, p. 737-783, Jun. 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da; ZOTES, Luiz Peres. Governança corporativa e sua influência na gestão da qualidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, ano XXXIII, n. 147, maio/jun. 2004.

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

_____. **Governança empresarial e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOLOMON, Ezra. **Teoria da administração financeira**. Tradução de José Ricardo Brandão Azevedo. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1969.

SOUSA, Almir Ferreira de. Governança corporativa e valor da empresa. *In*: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 8., 2005, São Paulo. **Seminários...** São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Administração – FEA/USP, 2005. CD-ROM.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 2., 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: IBMEC, 2002. CD-ROM.

TEZEL, Ahmet; McMANUS, Ginette M. *Disaggregating the return on equity: an expanded leverage approach*. **Journal of Applied Finance**. Tampa, v. 13, n. 1, p. 66-71, Spring 2003. Proquest ABI/Inform Global.

TIGRE, Paulo Bastos. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, n. 3, jan./jun. 1998. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/revista/pdfs/inovacao_e_teorias_da_firma_em_tres_paradigmas.pdf>. Acesso em: 04 fev. 2006.

VAN HORNE, J. C. *Financial management and policy*. 10th ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995 *apud* PEDREIRA, Emerson Bazilio; SANTOS, José Odálio dos. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2004. CD-ROM.

WITHERELL, William. *Corporate governance: a basic foundation for the global economy*. **OECD Observer**. Paris, n. 221-222, Summer 2000. Disponível em: <<http://www.oecdobserver.org/news/fullstory.php/aid/317>>. Acesso em: 02 jun. 2006.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa**. São Paulo, 2005. Tese (Livre Docência) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; PRADO, José Estevam de Almeida. Governança e o valor das empresas. **Revista Bovespa**, São Paulo, out./dez. 2003.

ZATTA, Fernando Nascimento; FREIRE, Herculis Vander de Lima. Comportamento da rentabilidade das empresas brasileiras: um estudo da relação setorial versus geral. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD*, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003. CD-ROM.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: VALORES DO ROA, ROE e TQ UTILIZADOS NA PESQUISA

APÊNDICE 2: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS AMOSTRAS EMPARELHADAS DO TESTE T – EMPRESAS ANALISADAS INDIVIDUALMENTE

APÊNDICE 3: RANKS DAS DIFERENÇAS DAS AMOSTRAS EMPARELHADAS – EMPRESAS ANALISADAS INDIVIDUALMENTE

APÊNDICE 1: VALORES DO ROA, ROE e TQ UTILIZADOS NA PESQUISA

Empresa/ Período	Indicadores (a.t.)			Empresa/ Período	Indicadores (a.t.)		
Aracruz	% ROA	% ROE	TQ	Bradesco	% ROA	% ROE	TQ
2Trim99	1,9320	4,0453	0,5426	2Trim98	0,4631	3,7452	0,2972
3Trim99	0,6856	1,4204	0,6068	3Trim98	0,4675	3,8211	0,2883
4Trim99	3,1970	6,3585	0,7608	4Trim98	0,6945	5,5386	0,2839
1Trim00	2,0227	3,7419	0,7308	1Trim99	0,4973	3,9386	0,3045
2Trim00	2,8078	4,8643	0,7079	2Trim99	0,3695	3,0030	0,3120
3Trim00	3,2332	5,3188	0,6677	3Trim99	0,4960	4,0755	0,3272
4Trim00	3,1283	5,2183	0,7078	4Trim99	0,6465	5,3360	0,4574
1Trim01	2,1364	3,6688	0,6651	1Trim00	1,1244	9,5110	0,4137
2Trim01	0,8969	1,5895	0,7694	2Trim00	0,5320	4,6315	0,4283
3Trim01	0,8301	1,6250	0,7875	3Trim00	0,5260	4,6993	0,3989
4Trim01	0,4778	1,0215	0,8921	4Trim00	0,6993	5,9275	0,5028
1Trim02	0,1662	0,3648	0,9202	1Trim01	0,6106	4,9951	0,4156
2Trim02	-1,6178	-3,7062	1,2090	2Trim01	0,8204	6,9518	0,4063
3Trim02	-0,5821	-1,5125	1,2060	3Trim01	0,6363	5,5703	0,3572
4Trim02	2,7162	7,6906	1,1787	4Trim01	0,7260	6,3441	0,3697
1Trim03	4,4827	12,5731	1,0352	1Trim02	0,4947	4,3182	0,3674
2Trim03	3,4489	9,6378	1,0857	2Trim02	0,5312	4,7797	0,3180
3Trim03	2,0317	5,4854	1,1467	3Trim02	0,4248	4,0771	0,2554
4Trim03	1,9366	5,2184	1,4075	4Trim02	0,6639	6,5403	0,3192
1Trim04	1,7649	4,8404	1,4185	1Trim03	0,4587	4,5013	0,2485
2Trim04	2,0651	5,4474	1,2788	2Trim03	0,4373	4,2898	0,2763
3Trim04	4,3344	10,7144	1,2263	3Trim03	0,4486	4,4246	0,2899
4Trim04	4,7105	11,0206	1,2831	4Trim03	0,5264	5,3945	0,3471
1Trim05	2,6705	6,0797	1,3084	1Trim04	0,4442	4,4805	0,4018
Brasil Telec	% ROA	% ROE	TQ	Brasil T Par	% ROA	% ROE	TQ
2Trim99	0,1465	0,2040	0,4648	2Trim99	1,1691	1,1811	0,5193
3Trim99	-0,3492	-0,4819	0,6104	3Trim99	1,7097	1,7201	0,7472
4Trim99	-1,9782	-2,8645	0,8678	4Trim99	0,5140	0,5249	0,9517
1Trim00	0,7139	0,9880	1,1181	1Trim00	0,4900	0,5049	0,9433
2Trim00	1,2614	1,7708	0,7246	2Trim00	0,7894	0,8028	0,9006
3Trim00	1,6049	2,3829	0,7417	3Trim00	0,9857	1,0332	0,6677
4Trim00	1,4882	2,4367	0,8716	4Trim00	3,6587	4,0366	0,7533
1Trim01	0,3329	0,5810	0,7237	1Trim01	0,8420	0,9417	0,7471
2Trim01	-0,2583	-0,4637	0,7435	2Trim01	0,3649	0,4052	0,9797
3Trim01	0,5980	1,1085	0,6143	3Trim01	1,3804	1,5218	0,7290
4Trim01	1,4039	2,7384	0,7594	4Trim01	1,1070	1,2343	0,9748
1Trim02	0,4568	0,9345	0,7460	1Trim02	1,0286	1,1597	0,9566
2Trim02	0,6419	1,3184	0,6977	2Trim02	1,7702	2,0007	0,8178
3Trim02	0,7329	1,5116	0,6967	3Trim02	1,7252	1,9380	0,6844
4Trim02	1,2318	2,6164	0,7145	4Trim02	1,8923	2,1205	0,7371
1Trim03	0,9066	2,0044	0,6934	1Trim03	1,4176	1,6139	0,7611
2Trim03	0,3261	0,7160	0,7537	2Trim03	0,9529	1,0867	0,8143
3Trim03	0,6571	1,4207	0,7501	3Trim03	1,6495	1,8665	0,7991
4Trim03	-2,0666	-4,5644	0,8676	4Trim03	-1,9948	-2,2728	0,9292
1Trim04	0,8662	2,0087	0,6821	1Trim04	1,0348	1,1952	0,9216
2Trim04	0,1392	0,3299	0,7052	2Trim04	0,8292	0,9512	0,8403
3Trim04	0,6914	1,6420	0,6897	3Trim04	1,2860	1,4337	0,9949
4Trim04	0,1556	0,3791	0,7794	4Trim04	0,6683	0,7448	1,3285
1Trim05	0,0178	0,0435	0,7646	1Trim05	0,6439	0,7180	1,3290

Continua...

Continuação.

Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)				Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)			
Celesc				% ROA	% ROE	TQ	Cemig				% ROA	% ROE	TQ		
2Trim99	-0,9639	-1,7732	0,5419	4Trim98	1,3283	1,8699	0,4790								
3Trim99	0,3384	0,6372	0,4932	1Trim99	-2,7550	-4,0366	0,6098								
4Trim99	1,3305	2,6282	0,6667	2Trim99	0,5554	0,8388	0,5881								
1Trim00	-0,1900	-0,3978	0,6121	3Trim99	0,9755	1,4632	0,5096								
2Trim00	-0,0434	-0,0927	0,6167	4Trim99	1,4823	2,2308	0,6132								
3Trim00	0,0952	0,2083	0,6156	1Trim00	0,7147	1,0793	0,5597								
4Trim00	0,2855	0,6341	0,5874	2Trim00	1,1703	1,7746	0,5877								
1Trim01	0,3824	0,8528	0,5865	3Trim00	0,9029	1,3819	0,5647								
2Trim01	-0,2147	-0,4851	0,5569	4Trim00	0,7650	1,1695	0,5669								
3Trim01	-0,6947	-1,6234	0,5422	1Trim01	-0,1013	-0,1731	0,6894								
4Trim01	2,1211	5,4367	0,6009	2Trim01	0,2070	0,4012	0,6891								
1Trim02	1,5939	4,4907	0,4372	3Trim01	-1,6138	-3,1848	0,7053								
2Trim02	0,5198	1,4440	0,6139	4Trim01	5,1650	10,0735	0,7313								
3Trim02	-1,0901	-2,9874	0,4656	1Trim02	1,6508	3,1367	0,7364								
4Trim02	-12,0167	-40,1516	0,6914	2Trim02	-8,4309	-17,1373	0,7917								
1Trim03	0,9639	3,9459	0,6498	3Trim02	-1,9079	-4,4466	0,6924								
2Trim03	0,6258	2,5100	0,6464	4Trim02	1,0839	2,6355	0,7369								
3Trim03	1,5812	6,1941	0,6592	1Trim03	1,0962	2,6350	0,6856								
4Trim03	2,8369	10,9490	0,6582	2Trim03	2,7017	6,3701	0,6667								
1Trim04	1,7615	6,7285	0,6638	3Trim03	1,9265	4,3696	0,7024								
2Trim04	0,8056	3,0352	0,6287	4Trim03	2,6183	5,8912	0,7971								
3Trim04	1,8853	6,9278	0,6193	1Trim04	1,9660	4,4198	0,7603								
4Trim04	1,8803	6,5810	0,6112	2Trim04	1,6797	3,7819	0,7149								
1Trim05	0,7383	2,4836	0,5748	3Trim04	2,3686	5,3588	0,8373								
Cia Hering				% ROA	% ROE	TQ	Gerdau				% ROA	% ROE	TQ		
4Trim99	4,6261	21,7880	0,8194	2Trim98	2,4067	3,6783	0,4095								
1Trim00	0,7168	2,6152	0,6841	3Trim98	1,7887	2,7144	0,3147								
2Trim00	-0,5903	-2,2338	0,5932	4Trim98	1,1860	1,8127	0,2937								
3Trim00	-1,7615	-6,9923	0,6602	1Trim99	3,2404	5,5501	0,5096								
4Trim00	1,8046	7,1722	0,6780	2Trim99	1,9284	3,5589	0,6743								
1Trim01	-2,3700	-9,3822	0,6806	3Trim99	2,9358	5,4317	0,6691								
2Trim01	-4,0337	-17,5189	0,6577	4Trim99	1,8711	3,5414	0,9209								
3Trim01	0,2189	1,2394	0,7286	1Trim00	2,7062	5,0984	0,8811								
4Trim01	-4,4609	-30,9150	0,7129	2Trim00	2,4386	4,5227	0,8369								
1Trim02	-0,5917	-4,4086	0,6936	3Trim00	2,3283	4,3618	0,8455								
2Trim02	-8,7302	-100,1780	0,8269	4Trim00	1,9307	3,6482	0,6564								
3Trim02	-15,4206	0,0000	0,9806	1Trim01	2,0452	3,8369	0,6797								
4Trim02	5,2421	-110,1824	0,8799	2Trim01	2,8439	5,2558	0,6264								
1Trim03	0,2292	20,6759	0,9360	3Trim01	3,0617	5,6497	0,4869								
2Trim03	3,9167	120,5432	0,8829	4Trim01	1,9048	3,4292	0,6697								
3Trim03	-1,9535	-45,2228	0,9734	1Trim02	2,2703	4,0850	0,8524								
4Trim03	-0,5473	-18,1994	0,9772	2Trim02	3,5881	6,5404	0,8395								
1Trim04	-1,7310	-92,8977	0,9471	3Trim02	5,0863	10,4359	0,7438								
2Trim04	-4,1743	0,0000	0,9506	4Trim02	2,2938	5,3360	0,8570								
3Trim04	1,6067	-67,8272	0,9566	1Trim03	3,1168	7,2596	0,7986								
4Trim04	1,7204	-242,8974	0,8776	2Trim03	2,6152	5,5807	0,9421								
1Trim05	-0,9880	0,0000	0,8821	3Trim03	3,1619	6,2754	1,0405								
2Trim05	2,1289	1087,1272	0,8768	4Trim03	7,4365	11,5177	1,9168								
3Trim05	5,1078	134,0235	0,8576	1Trim04	7,7063	8,9690	2,0129								

Continua...

Continuação.

Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)				Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)			
Itaubanco				% ROA	% ROE	TQ	Itausa				% ROA	% ROE	TQ		
2Trim98	0,5266	4,7004	0,3042	2Trim98	2,7333	3,5994	0,7849								
3Trim98	0,5172	4,5448	0,3355	3Trim98	2,7139	3,2562	0,6656								
4Trim98	1,8250	14,5636	0,4697	4Trim98	10,7281	11,9260	0,5836								
1Trim99	1,7679	14,0355	0,4088	1Trim99	9,2673	10,3853	0,7543								
2Trim99	0,6902	5,5350	0,4013	2Trim99	4,3211	4,7874	0,7481								
3Trim99	0,9090	6,8222	0,4457	3Trim99	5,5819	6,1190	0,7885								
4Trim99	1,0477	7,4034	0,5985	4Trim99	5,0104	5,6784	1,3175								
1Trim00	0,7399	5,2281	0,5046	1Trim00	3,7147	4,1802	1,2574								
2Trim00	0,8585	6,1557	0,6184	2Trim00	5,2495	5,6887	1,2208								
3Trim00	0,9183	6,5595	0,6008	3Trim00	7,3158	7,8912	1,2403								
4Trim00	1,1396	8,6549	0,6844	4Trim00	3,7257	4,1278	1,2187								
1Trim01	0,9732	8,1076	0,6227	1Trim01	8,8034	9,8072	1,0938								
2Trim01	1,2819	10,6465	0,7027	2Trim01	6,9183	7,5086	1,1264								
3Trim01	1,3133	10,7568	0,5934	3Trim01	8,6342	9,3766	0,9103								
4Trim01	0,8911	7,3683	0,5690	4Trim01	1,6473	1,8014	1,0552								
1Trim02	0,6065	4,9256	0,6034	1Trim02	3,4421	3,7615	1,1666								
2Trim02	0,7777	6,3151	0,5163	2Trim02	6,1671	6,6405	0,8861								
3Trim02	0,6943	6,0294	0,4471	3Trim02	7,0916	7,5613	0,6422								
4Trim02	0,7864	6,7804	0,5029	4Trim02	5,9874	6,3316	0,7858								
1Trim03	2,3560	10,2626	1,7529	1Trim03	6,9682	7,2896	0,8129								
2Trim03	5,0565	5,2343	1,6809	2Trim03	3,7447	3,8850	0,8624								
3Trim03	6,0034	6,2035	1,7815	3Trim03	4,8512	5,0083	0,9634								
4Trim03	-3,1889	-3,3568	2,2704	4Trim03	-1,6867	-1,7727	1,3233								
1Trim04	6,8489	7,1837	2,3039	1Trim04	5,8023	6,1297	1,2813								
Klabin S/A				% ROA	% ROE	TQ	Marcopolo				% ROA	% ROE	TQ		
4Trim99	4,4909	4,6330	1,0919	3Trim99	0,0865	0,1733	0,2769								
1Trim00	3,4610	3,7253	1,1224	4Trim99	0,9786	1,9594	0,3268								
2Trim00	0,1702	0,1918	1,1019	1Trim00	1,4356	2,6065	0,4013								
3Trim00	0,7852	0,9129	1,2045	2Trim00	1,0364	1,7650	0,5036								
4Trim00	-2,6694	-3,1520	1,0713	3Trim00	0,4033	0,6750	0,4373								
1Trim01	-5,4993	-6,0045	0,6467	4Trim00	2,2509	3,7807	0,4030								
2Trim01	1,0479	1,0629	0,5570	1Trim01	3,6211	6,6325	0,3126								
3Trim01	-7,9551	-8,1350	0,5097	2Trim01	2,8962	5,7149	0,2772								
4Trim01	9,1006	19,5643	0,7699	3Trim01	3,3164	7,0915	0,2912								
1Trim02	0,1779	0,5911	0,7795	4Trim01	-0,7387	-1,8234	0,4545								
2Trim02	-5,2943	-19,5008	0,7971	1Trim02	-2,5005	-6,6484	0,5860								
3Trim02	-8,6580	-44,2224	0,8451	2Trim02	2,4646	6,4173	0,5007								
4Trim02	8,5167	45,4113	0,7858	3Trim02	3,5378	10,0995	0,4215								
1Trim03	1,2955	5,6653	0,9067	4Trim02	4,4194	11,6763	0,4888								
2Trim03	19,2139	61,9885	0,8260	1Trim03	2,7802	6,2686	0,4341								
3Trim03	-3,1305	-7,4721	0,8595	2Trim03	1,6508	3,5854	0,3737								
4Trim03	1,4941	3,2298	1,0365	3Trim03	2,4667	5,1577	0,4315								
1Trim04	2,8522	6,3852	1,0529	4Trim03	3,0320	6,4557	0,4934								
2Trim04	2,5804	5,5886	1,0109	1Trim04	2,1239	4,6494	0,5996								
3Trim04	3,2019	6,3829	1,1665	2Trim04	2,4055	5,4122	0,5107								
4Trim04	2,1122	4,1581	1,2420	3Trim04	2,0633	4,7914	0,5664								
1Trim05	2,8483	5,9024	0,9628	4Trim04	2,2316	5,1155	0,6677								
2Trim05	1,9721	3,9528	0,8893	1Trim05	0,8975	2,0591	0,5025								
3Trim05	1,4234	2,8028	1,0058	2Trim05	1,4596	3,2452	0,4302								

Continua...

Continuação.

Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)				Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)			
Perdigão S/A	% ROA	% ROE	TQ	Randon Part	% ROA	% ROE	TQ	Randon Part	% ROA	% ROE	TQ	Randon Part	% ROA	% ROE	TQ
2Trim98	3,5833	3,6181	0,6898	2Trim98	1,6126	2,0853	0,5020	2Trim98	1,6126	2,0853	0,5020	2Trim98	1,6126	2,0853	0,5020
3Trim98	1,7976	1,8148	0,5454	3Trim98	0,9340	1,1961	0,3885	3Trim98	0,9340	1,1961	0,3885	3Trim98	0,9340	1,1961	0,3885
4Trim98	4,6081	4,6591	0,6705	4Trim98	-1,2173	-1,5906	0,3711	4Trim98	-1,2173	-1,5906	0,3711	4Trim98	-1,2173	-1,5906	0,3711
1Trim99	-1,1742	-1,1879	0,8614	1Trim99	-7,7990	-10,9591	0,5250	1Trim99	-7,7990	-10,9591	0,5250	1Trim99	-7,7990	-10,9591	0,5250
2Trim99	3,2871	3,3216	1,1083	2Trim99	-2,6161	-3,9313	0,5628	2Trim99	-2,6161	-3,9313	0,5628	2Trim99	-2,6161	-3,9313	0,5628
3Trim99	0,2352	0,2375	1,1970	3Trim99	-4,6176	-7,2935	0,5589	3Trim99	-4,6176	-7,2935	0,5589	3Trim99	-4,6176	-7,2935	0,5589
4Trim99	6,9214	6,9813	1,3792	4Trim99	-1,0977	-1,7967	0,7038	4Trim99	-1,0977	-1,7967	0,7038	4Trim99	-1,0977	-1,7967	0,7038
1Trim00	1,3627	1,3764	1,0462	1Trim00	2,2553	3,7132	0,6823	1Trim00	2,2553	3,7132	0,6823	1Trim00	2,2553	3,7132	0,6823
2Trim00	0,7478	0,7513	0,9297	2Trim00	0,6272	1,0529	0,8341	2Trim00	0,6272	1,0529	0,8341	2Trim00	0,6272	1,0529	0,8341
3Trim00	1,6009	1,6082	1,2321	3Trim00	0,2828	0,5304	0,7626	3Trim00	0,2828	0,5304	0,7626	3Trim00	0,2828	0,5304	0,7626
4Trim00	4,5953	4,6600	1,1645	4Trim00	-3,5085	-7,2841	0,6736	4Trim00	-3,5085	-7,2841	0,6736	4Trim00	-3,5085	-7,2841	0,6736
1Trim01	1,5645	1,5843	1,1791	1Trim01	1,6304	3,2701	0,6792	1Trim01	1,6304	3,2701	0,6792	1Trim01	1,6304	3,2701	0,6792
2Trim01	7,5383	7,6399	0,9479	2Trim01	3,0389	5,5996	0,6426	2Trim01	3,0389	5,5996	0,6426	2Trim01	3,0389	5,5996	0,6426
3Trim01	6,1133	6,2814	0,8379	3Trim01	0,9798	1,7731	0,6441	3Trim01	0,9798	1,7731	0,6441	3Trim01	0,9798	1,7731	0,6441
4Trim01	11,3816	11,9152	0,9294	4Trim01	-3,5921	-6,6078	0,8311	4Trim01	-3,5921	-6,6078	0,8311	4Trim01	-3,5921	-6,6078	0,8311
1Trim02	2,5761	2,6709	1,0137	1Trim02	-0,2708	-0,4961	0,9075	1Trim02	-0,2708	-0,4961	0,9075	1Trim02	-0,2708	-0,4961	0,9075
2Trim02	-2,2347	-2,2631	0,9392	2Trim02	0,9528	1,7200	0,8929	2Trim02	0,9528	1,7200	0,8929	2Trim02	0,9528	1,7200	0,8929
3Trim02	-3,6863	-3,7294	0,7487	3Trim02	1,2862	2,2773	0,8918	3Trim02	1,2862	2,2773	0,8918	3Trim02	1,2862	2,2773	0,8918
4Trim02	5,4298	5,4609	0,7896	4Trim02	4,6393	8,2909	1,2284	4Trim02	4,6393	8,2909	1,2284	4Trim02	4,6393	8,2909	1,2284
1Trim03	-1,1849	-1,1866	0,7045	1Trim03	5,8856	10,3637	1,1951	1Trim03	5,8856	10,3637	1,1951	1Trim03	5,8856	10,3637	1,1951
2Trim03	2,1981	2,2010	0,7699	2Trim03	5,7064	9,3378	1,2587	2Trim03	5,7064	9,3378	1,2587	2Trim03	5,7064	9,3378	1,2587
3Trim03	5,9421	5,9505	1,0363	3Trim03	5,5277	8,2221	1,8041	3Trim03	5,5277	8,2221	1,8041	3Trim03	5,5277	8,2221	1,8041
4Trim03	10,2980	10,5548	1,3562	4Trim03	10,6182	20,2642	1,2035	4Trim03	10,6182	20,2642	1,2035	4Trim03	10,6182	20,2642	1,2035
1Trim04	9,6367	9,8604	1,5927	1Trim04	5,8576	13,6898	1,3869	1Trim04	5,8576	13,6898	1,3869	1Trim04	5,8576	13,6898	1,3869
Ripasa	% ROA	% ROE	TQ	Sabesp	% ROA	% ROE	TQ	Sabesp	% ROA	% ROE	TQ	Sabesp	% ROA	% ROE	TQ
4Trim98	-2,4570	-4,1011	0,2832	2Trim99	0,6541	1,2326	0,6339	2Trim99	0,6541	1,2326	0,6339	2Trim99	0,6541	1,2326	0,6339
1Trim99	0,6210	1,0658	0,3065	3Trim99	0,9183	1,7232	0,5945	3Trim99	0,9183	1,7232	0,5945	3Trim99	0,9183	1,7232	0,5945
2Trim99	0,7468	1,3022	0,2994	4Trim99	1,2289	2,2735	0,7516	4Trim99	1,2289	2,2735	0,7516	4Trim99	1,2289	2,2735	0,7516
3Trim99	1,5492	2,7056	0,2865	1Trim00	1,4850	2,6990	0,6561	1Trim00	1,4850	2,6990	0,6561	1Trim00	1,4850	2,6990	0,6561
4Trim99	4,8934	8,5352	0,2808	2Trim00	1,1118	2,0180	0,5929	2Trim00	1,1118	2,0180	0,5929	2Trim00	1,1118	2,0180	0,5929
1Trim00	2,0929	3,3498	0,1616	3Trim00	0,2196	0,4003	0,6804	3Trim00	0,2196	0,4003	0,6804	3Trim00	0,2196	0,4003	0,6804
2Trim00	3,0767	4,4909	0,1455	4Trim00	0,6021	1,1022	0,6816	4Trim00	0,6021	1,1022	0,6816	4Trim00	0,6021	1,1022	0,6816
3Trim00	2,9190	4,1754	0,1024	1Trim01	-0,1562	-0,2879	0,7085	1Trim01	-0,1562	-0,2879	0,7085	1Trim01	-0,1562	-0,2879	0,7085
4Trim00	2,0918	2,9512	0,0913	2Trim01	-0,2410	-0,4522	0,6560	2Trim01	-0,2410	-0,4522	0,6560	2Trim01	-0,2410	-0,4522	0,6560
1Trim01	1,9168	2,6843	0,0889	3Trim01	-1,5341	-2,9835	0,5664	3Trim01	-1,5341	-2,9835	0,5664	3Trim01	-1,5341	-2,9835	0,5664
2Trim01	2,0888	3,1337	0,0904	4Trim01	3,2657	6,4958	0,6477	4Trim01	3,2657	6,4958	0,6477	4Trim01	3,2657	6,4958	0,6477
3Trim01	1,9910	3,2738	0,1286	1Trim02	0,7005	1,3912	0,6416	1Trim02	0,7005	1,3912	0,6416	1Trim02	0,7005	1,3912	0,6416
4Trim01	2,5423	4,2182	0,1291	2Trim02	-2,0372	-4,2024	0,5953	2Trim02	-2,0372	-4,2024	0,5953	2Trim02	-2,0372	-4,2024	0,5953
1Trim02	1,3875	2,3054	0,1648	3Trim02	-4,0077	-9,0406	0,6139	3Trim02	-4,0077	-9,0406	0,6139	3Trim02	-4,0077	-9,0406	0,6139
2Trim02	1,1710	2,1366	0,2287	4Trim02	1,4017	3,2422	0,6192	4Trim02	1,4017	3,2422	0,6192	4Trim02	1,4017	3,2422	0,6192
3Trim02	0,9073	1,9354	0,3628	1Trim03	1,0508	2,3504	0,5865	1Trim03	1,0508	2,3504	0,5865	1Trim03	1,0508	2,3504	0,5865
4Trim02	1,7688	4,0281	0,3783	2Trim03	2,0013	4,4434	0,5929	2Trim03	2,0013	4,4434	0,5929	2Trim03	2,0013	4,4434	0,5929
1Trim03	2,3032	5,1350	0,3610	3Trim03	0,1730	0,3798	0,6472	3Trim03	0,1730	0,3798	0,6472	3Trim03	0,1730	0,3798	0,6472
2Trim03	2,5920	5,6282	0,3152	4Trim03	1,8135	3,9464	0,7528	4Trim03	1,8135	3,9464	0,7528	4Trim03	1,8135	3,9464	0,7528
3Trim03	0,4786	1,0393	0,2973	1Trim04	0,6978	1,5165	0,7129	1Trim04	0,6978	1,5165	0,7129	1Trim04	0,6978	1,5165	0,7129
4Trim03	0,3679	0,8139	0,3002	2Trim04	-0,4443	-0,9628	0,7110	2Trim04	-0,4443	-0,9628	0,7110	2Trim04	-0,4443	-0,9628	0,7110
1Trim04	0,4040	0,8940	0,2835	3Trim04	1,4214	3,0592	0,6857	3Trim04	1,4214	3,0592	0,6857	3Trim04	1,4214	3,0592	0,6857
2Trim04	-0,5654	-1,2841	0,2895	4Trim04	1,4057	2,9849	0,7201	4Trim04	1,4057	2,9849	0,7201	4Trim04	1,4057	2,9849	0,7201
3Trim04	2,6813	6,0287	0,2576	1Trim05	0,8891	1,8900	0,6485	1Trim05	0,8891	1,8900	0,6485	1Trim05	0,8891	1,8900	0,6485

Continua...

Continuação.

Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)				Empresa/ Período				Indicadores (a.t.)			
Sadia S/A				% ROA	% ROE	TQ	Tran Paulist				% ROA	% ROE	TQ		
2Trim98	3,8942	9,4172	0,3602	3Trim99	0,6859	0,7812	0,1133								
3Trim98	0,8679	2,0983	0,2113	4Trim99	-0,4151	-0,4708	0,2387								
4Trim98	3,9142	9,3701	0,2371	1Trim00	0,3047	0,3453	0,2759								
1Trim99	0,9664	2,5038	0,3160	2Trim00	-0,6182	-0,7084	0,2394								
2Trim99	-0,4849	-1,3839	0,4452	3Trim00	1,1249	1,2975	0,2439								
3Trim99	-1,5748	-4,6962	0,5480	4Trim00	0,9263	1,0711	0,1970								
4Trim99	4,3880	13,6878	0,6461	1Trim01	0,6096	0,7068	0,2739								
1Trim00	0,0308	0,0955	0,5636	2Trim01	1,1637	1,3421	0,2472								
2Trim00	0,0888	0,2640	0,5529	3Trim01	1,3144	1,5134	0,1853								
3Trim00	2,1025	5,9422	0,4928	4Trim01	0,3225	0,3903	0,2226								
4Trim00	-0,6453	-1,7877	0,5574	1Trim02	0,6707	0,8303	0,2263								
1Trim01	0,3262	0,9305	0,5014	2Trim02	1,0553	1,3046	0,1986								
2Trim01	3,7456	10,2774	0,4185	3Trim02	1,3760	1,7051	0,1924								
3Trim01	1,4773	3,8282	0,4017	4Trim02	0,9360	1,1744	0,2307								
4Trim01	1,7125	4,4583	0,4304	1Trim03	0,9562	1,2002	0,2146								
1Trim02	0,9578	2,4601	0,4696	2Trim03	1,3221	1,6519	0,2508								
2Trim02	1,3371	3,5265	0,3644	3Trim03	1,8479	2,3327	0,3556								
3Trim02	2,4677	7,8705	0,2600	4Trim03	1,0929	1,3896	0,4319								
4Trim02	1,5472	5,5950	0,3124	1Trim04	1,5746	1,9962	0,3611								
1Trim03	2,0700	7,1077	0,2729	2Trim04	1,4255	1,7877	0,3610								
2Trim03	2,2897	7,1870	0,3484	3Trim04	2,2234	2,7677	0,3589								
3Trim03	2,4261	7,2238	0,4801	4Trim04	2,5850	3,2270	0,3909								
4Trim03	3,2323	10,2567	0,6444	1Trim05	1,7806	2,2232	0,4914								
1Trim04	2,4597	8,1928	0,6063	2Trim05	2,6679	3,3093	0,7672								
Unibanco				% ROA	% ROE	TQ	V C P				% ROA	% ROE	TQ		
2Trim98	0,5587	5,6299	0,2610	4Trim98	-0,3040	-0,3313	0,3191								
3Trim98	0,2454	2,3204	0,2657	1Trim99	-1,3487	-1,4849	0,5949								
4Trim98	0,5327	4,9293	0,2721	2Trim99	1,4223	1,5741	1,0113								
1Trim99	0,6752	6,7594	0,2681	3Trim99	2,6136	3,6701	0,7535								
2Trim99	0,3250	3,3630	0,2740	4Trim99	2,7367	4,5849	1,0212								
3Trim99	0,3809	3,3633	0,2578	1Trim00	2,5752	4,1712	0,7873								
4Trim99	0,5312	4,1497	0,3574	2Trim00	3,0594	4,8595	0,6971								
1Trim00	0,6682	4,9634	0,3765	3Trim00	2,8110	4,4194	0,7527								
2Trim00	0,4561	3,5245	0,3693	4Trim00	2,9264	4,4724	0,5430								
3Trim00	0,5962	4,7776	0,3860	1Trim01	2,6411	3,9200	0,5387								
4Trim00	0,4867	3,7013	0,3261	2Trim01	3,0182	3,9118	0,8826								
1Trim01	0,4839	3,7508	0,3039	3Trim01	3,1440	3,6315	0,8612								
2Trim01	0,4705	3,8307	0,3133	4Trim01	3,0713	3,6991	1,0160								
3Trim01	0,6015	5,0724	0,2911	1Trim02	2,3931	2,9810	1,0408								
4Trim01	0,4772	3,9652	0,3671	2Trim02	0,9554	1,2342	1,2033								
1Trim02	0,4413	3,5894	0,3457	3Trim02	-0,4212	-0,5701	1,2262								
2Trim02	0,4719	4,0292	0,3748	4Trim02	5,3181	7,6349	1,2791								
3Trim02	0,4394	4,3060	0,3231	1Trim03	5,8304	8,3403	1,2795								
4Trim02	0,3962	4,1818	0,3282	2Trim03	6,1394	8,2094	1,0571								
1Trim03	0,3345	3,2891	0,3499	3Trim03	3,6735	4,7891	1,3386								
2Trim03	0,4530	4,0180	0,3508	4Trim03	4,5482	6,0042	1,6087								
3Trim03	0,4592	3,8948	0,3636	1Trim04	4,2675	5,6449	1,6805								
4Trim03	0,4877	4,1106	0,3812	2Trim04	4,2377	5,4865	1,5465								
1Trim04	0,4603	3,8052	0,3623	3Trim04	3,8714	4,9130	1,4739								

Continua...

Continuação.

Empresa/ Período		Indicadores (a.t.)			Empresa/ Período		Indicadores (a.t.)		
Vigor	% ROA	% ROE	TQ	Weg	% ROA	% ROE	TQ		
4Trim98	-0,0303	-0,0466	0,2076	2Trim98	4,6563	6,4639	1,0519		
1Trim99	0,2843	0,4586	0,1982	3Trim98	4,1817	6,1065	0,9863		
2Trim99	-0,7909	-1,3505	0,2489	4Trim98	7,6349	11,2781	0,7340		
3Trim99	-0,6249	-1,1123	0,2434	1Trim99	2,3788	3,6521	0,7544		
4Trim99	-0,6869	-1,2535	0,2810	2Trim99	3,4165	5,8354	0,6471		
1Trim00	-0,2865	-0,5256	0,2556	3Trim99	2,2062	4,0627	0,7330		
2Trim00	-0,7237	-1,3277	0,2764	4Trim99	5,4609	7,9057	1,5561		
3Trim00	0,5023	0,9291	0,3495	1Trim00	4,8660	5,2291	1,2673		
4Trim00	0,0334	0,0634	0,3956	2Trim00	6,6489	7,2883	1,3130		
1Trim01	-1,3514	-2,6771	0,4769	3Trim00	7,1142	8,0466	1,5158		
2Trim01	-1,6896	-3,5579	0,3362	4Trim00	6,7090	7,8514	1,4402		
3Trim01	0,4971	1,1087	0,3665	1Trim01	5,4698	6,2564	1,7273		
4Trim01	0,0806	0,1911	0,5412	2Trim01	9,1241	9,8753	1,9051		
1Trim02	0,2719	0,6715	0,5185	3Trim01	9,4910	9,9090	1,8346		
2Trim02	-3,0011	-7,8030	0,5318	4Trim01	6,8850	7,2205	1,9198		
3Trim02	-5,9012	-18,5454	0,6102	1Trim02	4,4958	4,8131	2,1086		
4Trim02	1,7381	6,2193	0,5994	2Trim02	8,4168	9,0900	1,9376		
1Trim03	0,0122	0,0436	0,6060	3Trim02	9,2471	10,2429	2,0320		
2Trim03	-0,1162	-0,4272	0,6332	4Trim02	9,0521	10,0324	2,5099		
3Trim03	0,3530	1,3343	0,6080	1Trim03	9,3613	9,9305	2,2899		
4Trim03	0,2561	0,9642	0,6319	2Trim03	8,2176	8,6955	2,3692		
1Trim04	0,2197	0,8269	0,6582	3Trim03	9,5557	10,2105	2,7782		
2Trim04	0,0251	0,0972	0,6097	4Trim03	9,3326	9,9911	3,0024		
3Trim04	-0,2936	-1,1630	0,6262	1Trim04	9,9979	10,4994	4,2553		

APÊNDICE 2: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS AMOSTRAS EMPARELHADAS
DO TESTE T – EMPRESAS ANALISADAS INDIVIDUALMENTE

Empresa	Variável	Mean (%)	N	Std. Deviation (%)	Std. Error Mean (%)
Pair 1: Aracruz	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	2,3301	12	1,9196	0,5541
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	1,7928	12	1,1434	0,3301
Pair 2: Bradesco	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	0,5511	12	0,1303	0,0376
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	0,5939	12	0,1946	0,0562
Pair 3: Brasil Tel	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	0,3583	12	0,8436	0,2435
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	0,4517	12	1,0097	0,2915
Pair 4: Cemig	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	0,9932	12	3,3687	0,9724
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	0,3026	12	1,2668	0,3657
Pair 5: Itausa	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	4,9640	12	2,8297	0,8169
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	5,7638	12	2,6689	0,7704
Pair 6: Klabin S/A	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	3,6984	12	5,5171	1,5926
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	-0,9035	12	5,3137	1,5339
Pair 7: Marcopolo	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	2,4223	12	0,9456	0,2730
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	1,2709	12	1,7919	0,5173
Pair 8: Randon Part	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	3,3858	12	3,7478	1,0819
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	-1,1262	12	3,0220	0,8724
Pair 9: Ripasa	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	1,3365	12	1,0589	0,3057
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	1,7942	12	1,7435	0,5033
Pair 10: Sabesp	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	0,3638	12	1,7707	0,5112
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	0,6879	12	1,1500	0,3320
Pair 11: Tran Paulista	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	1,6490	12	0,5905	0,1705
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	0,5954	12	0,6111	0,1764
Pair 12: V C P	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	3,6571	12	1,9322	0,5578
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	2,1080	12	1,4573	0,4207
Pair 13: Weg	<i>ROA</i> depois (<i>IND</i>)	8,5981	12	1,5268	0,4407
	<i>ROA</i> antes (<i>IND</i>)	5,0619	12	1,7947	0,5181
Pair 1: Aracruz	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	6,1241	12	4,8592	1,4027
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	3,2698	12	1,9887	0,5741
Pair 2: Brasil Tel	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	0,7855	12	1,8545	0,5354
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	0,7779	12	1,5696	0,4531
Pair 3: Itausa	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	5,2935	12	3,0277	0,8740
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	6,4539	12	2,8879	0,8337
Pair 4: Klabin S/A	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	11,9996	12	20,1440	5,8151
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	-4,1945	12	15,5429	4,4869
Pair 5: Marcopolo	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	5,7097	12	2,7364	0,7899
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	2,3620	12	4,0139	1,1587
Pair 6: Ripasa	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	2,7399	12	2,2592	0,6522
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	2,7972	12	2,8794	0,8312
Pair 7: Tran Paulista	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	2,0638	12	0,7304	0,2108
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	0,7003	12	0,7093	0,2048
Pair 8: V C P	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	4,8639	12	2,7114	0,7827
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	3,1166	12	2,0700	0,5975
Pair 9: Weg	<i>ROE</i> depois (<i>IND</i>)	9,2092	12	1,6525	0,4770
	<i>ROE</i> antes (<i>IND</i>)	6,6647	12	2,0370	0,5880

Continua...

Continuação.

Empresa	Variável	Mean (%)	N	Std. Deviation (%)	Std. Error Mean (%)
Pair 1: Aracruz	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	1,2320	12	0,1159	0,0334
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,7299	12	0,1077	0,0311
Pair 2: Bradesco	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,3297	12	0,0539	0,0156
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,3692	12	0,0753	0,0217
Pair 3: Brasil T Par	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,9131	12	0,2124	0,0613
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,8225	12	0,1489	0,0430
Pair 4: Celesc	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,6235	12	0,0584	0,0169
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,5714	12	0,0619	0,0179
Pair 5: Cemig	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,7378	12	0,0509	0,0147
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,5969	12	0,0702	0,0203
Pair 6: Cia Hering	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,9165	12	0,0439	0,0127
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,7263	12	0,1034	0,0299
Pair 7: Marcopolo	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,4934	12	0,0843	0,0243
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,3976	12	0,1022	0,0295
Pair 8: Perdigão S/A	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,9722	12	0,2621	0,0757
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	1,0003	12	0,2603	0,0751
Pair 9: Ripasa	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,2807	12	0,0765	0,0221
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,1887	12	0,0934	0,0270
Pair 10: Sabesp	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,6572	12	0,0575	0,0166
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,6509	12	0,0517	0,0149
Pair 11: Sadia S/A	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,4174	12	0,1201	0,0347
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,4527	12	0,1401	0,0404
Pair 12: Tran Paulista	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	0,3672	12	0,1556	0,0449
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,2219	12	0,0444	0,0128
Pair 13: V C P	<i>TQ</i> depois (<i>IND</i>)	1,3125	12	0,2243	0,0647
	<i>TQ</i> antes (<i>IND</i>)	0,7302	12	0,2064	0,0596

APÊNDICE 3: RANKS DAS DIFERENÇAS DAS AMOSTRAS EMPARELHADAS –
EMPRESAS INDIVIDUAIS

Empresa/Indicador (ROA)		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Bras Tel Par				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	6,25	25,00
	Positive Ranks	8 ^b	6,63	53,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Celesc				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	5,75	23,00
	Positive Ranks	8 ^b	6,88	55,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Cia Hering				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	3,60	18,00
	Positive Ranks	7 ^b	8,57	60,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Gerdau				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	1 ^a	7,00	7,00
	Positive Ranks	11 ^b	6,45	71,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Itaubanco				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	5,60	28,00
	Positive Ranks	7 ^b	7,14	50,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Perdigão				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	4,75	19,00
	Positive Ranks	8 ^b	7,38	59,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Sadia S/A				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	5,50	22,00
	Positive Ranks	8 ^b	7,00	56,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Unibanco				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	8 ^a	6,38	51,00
	Positive Ranks	4 ^b	6,75	27,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Vigor				
ROA depois (IND) - ROA antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	6,60	33,00
	Positive Ranks	7 ^b	6,43	45,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		

a. $ROA_{\text{depois}}(IND) < ROA_{\text{antes}}(IND)$

b. $ROA_{\text{depois}}(IND) > ROA_{\text{antes}}(IND)$

c. $ROA_{\text{antes}}(IND) = ROA_{\text{depois}}(IND)$

Continua...

Continuação.

Empresa/Indicador (ROE)		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Bradesco				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	5,60	28,00
	Positive Ranks	7 ^b	7,14	50,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Bras Tel Par				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	6,00	24,00
	Positive Ranks	8 ^b	6,75	54,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Celesc				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	3 ^a	6,67	20,00
	Positive Ranks	9 ^b	6,44	58,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Cemig				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	2 ^a	10,00	20,00
	Positive Ranks	10 ^b	5,80	58,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Cia Hering				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	6 ^a	7,00	42,00
	Positive Ranks	6 ^b	6,00	36,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Gerdau				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	1 ^a	2,00	2,00
	Positive Ranks	11 ^b	6,91	76,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Itaubanco				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	8 ^a	6,38	51,00
	Positive Ranks	4 ^b	6,75	27,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Perdigão				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	4 ^a	4,75	19,00
	Positive Ranks	8 ^b	7,38	59,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Randon Part				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	1 ^a	3,00	3,00
	Positive Ranks	11 ^b	6,82	75,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Sabesp				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	6 ^a	6,33	38,00
	Positive Ranks	6 ^b	6,67	40,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		

Continua...

Continuação.

Empresa/Indicador (ROE)		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Sadia S/A				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	3 ^a	5,67	17,00
	Positive Ranks	9 ^b	6,78	61,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Unibanco				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	9,00	45,00
	Positive Ranks	7 ^b	4,71	33,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Vigor				
ROE depois (IND) - ROE antes (IND)	Negative Ranks	3 ^a	9,67	29,00
	Positive Ranks	9 ^b	5,44	49,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		

a. $ROE_{\text{depois}}(IND) < ROE_{\text{antes}}(IND)$ b. $ROE_{\text{depois}}(IND) > ROE_{\text{antes}}(IND)$ c. $ROE_{\text{antes}}(IND) = ROE_{\text{depois}}(IND)$

Empresa/Indicador (TQ)		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Brasil Telec				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	7,20	36,00
	Positive Ranks	7 ^b	6,00	42,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Gerdau				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	2 ^a	2,00	4,00
	Positive Ranks	10 ^b	7,40	74,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Itaubanco				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	1 ^a	2,00	2,00
	Positive Ranks	11 ^b	6,91	76,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Itausa				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	7,80	39,00
	Positive Ranks	7 ^b	5,57	39,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Klabin S/A				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	5 ^a	5,40	27,00
	Positive Ranks	7 ^b	7,29	51,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		
Randon Part				
TQ depois (IND) - TQ antes (IND)	Negative Ranks	0 ^a	0,00	0,00
	Positive Ranks	12 ^b	6,50	78,00
	Ties	0 ^c		
	Total	12		Continua...

Continuação.

Empresa/Indicador (<i>TQ</i>)		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Unibanco				
<i>TQ</i> _{depois} (<i>IND</i>) - <i>TQ</i> _{antes} (<i>IND</i>)	<i>Negative Ranks</i>	4 ^a	3,00	12,00
	<i>Positive Ranks</i>	8 ^b	8,25	66,00
	<i>Ties</i>	0 ^c		
	<i>Total</i>	12		
Vigor				
<i>TQ</i> _{depois} (<i>IND</i>) - <i>TQ</i> _{antes} (<i>IND</i>)	<i>Negative Ranks</i>	0 ^a	0,00	0,00
	<i>Positive Ranks</i>	12 ^b	6,50	78,00
	<i>Ties</i>	0 ^c		
	<i>Total</i>	12		
Weg				
<i>TQ</i> _{depois} (<i>IND</i>) - <i>TQ</i> _{antes} (<i>IND</i>)	<i>Negative Ranks</i>	0 ^a	0,00	0,00
	<i>Positive Ranks</i>	12 ^b	6,50	78,00
	<i>Ties</i>	0 ^c		
	<i>Total</i>	12		

a. $TQ_{\text{depois}} (IND) < TQ_{\text{antes}} (IND)$ b. $TQ_{\text{depois}} (IND) > TQ_{\text{antes}} (IND)$ c. $TQ_{\text{antes}} (IND) = TQ_{\text{depois}} (IND)$

ANEXO

ANEXO A: EMPRESAS QUE ADERIRAM AO NOVO MERCADO E AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

ANEXO A: EMPRESAS QUE ADERIRAM AO NOVO MERCADO E AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

Nº	Nome da Empresa	Nome de Pregão	Data de Adesão
<i>Nível 1 de Governança Corporativa</i>			
1	Aracruz Celulose S.A.	Aracruz	16/4/2002
2	Arcelor Brasil S.A.	Arcelor BR	23/12/2005
3	Banco Bradesco S.A.	Bradesco	26/6/2001
4	Banco Itaú Holding Financeira S.A.	Itaubanco	26/6/2001
5	Bradespar S.A.	Bradespar	26/6/2001
6	Brasil Telecom Participações S.A.	Brasil T Par	9/5/2002
7	Brasil Telecom S.A.	Brasil Telec	9/5/2002
8	Braskem S.A.	Braskem	13/2/2003
9	Cia. Brasileira de Distribuição	P.Açucar-CBD	29/4/2003
10	Cia. de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira	Cedro	2/10/2003
11	Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Tran Paulist	18/9/2002
12	Cia. Energética de Minas Gerais-Cemig	Cemig	17/10/2001
13	Cia. Hering	Cia Hering	13/12/2002
14	Cia. Vale do Rio Doce	Vale R Doce	12/12/2003
15	Confab Industrial S.A.	Confab	19/12/2003
16	Duratex S.A.	Duratex	5/5/2005
17	Fras-Le S.A.	Fras-Le	11/11/2004
18	Gerdau S.A.	Gerdau	26/6/2001
19	Lochpe Maxion S.A.	Iochnp-Maxion	10/11/2005
20	Itaúsa - Investimentos Itaú S.A.	Itausa	26/6/2001
21	Klabin S.A.	Klabin S/A	10/12/2002
22	Mangels Industrial S.A.	Mangels Indl	21/3/2003
23	Metalúrgica Gerdau S.A.	Gerdau Met	25/6/2003
24	Perdigão S.A.	Perdigão S/A	26/6/2001
25	Randon S.A. Implem. e Participações	Randon Part	26/6/2001
26	Ripasa S.A. Celulose e Papel	Ripada	12/11/2001
27	Rossi Residencial S.A.	Rossi Resid	5/2/2003
28	Sadia S.A.	Sadia S/A	26/6/2001
29	S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	Vigor	4/10/2001
30	São Paulo Alpargatas S.A.	Alpargatas	15/7/2003
31	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	Suzano Papel	5/8/2004
32	Ultrapar Participações S.A.	Ultrapar	27/10/2005
33	Unibanco Holdings S.A.	Unibanco Hld	26/6/2001
34	Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A.	Unibanco	26/6/2001
35	Unipar - União de Indústrias Petroquímicas S.A.	Unipar	24/11/2004
36	Votorantim Celulose e Papel S.A.	V C P	14/11/2001
37	Weg S.A.	Weg	26/6/2001
<i>Nível 2 de Governança Corporativa</i>			
1	ALL - América Latina Logística S.A.	All Amer Lat	25/6/2004
2	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.-Celesc	Celesc	26/6/2002

Continua...

Continuação.

Nº	Nome da Empresa	Nome de Pregão	Data de Adesão
<i>Nível 2 de Governança Corporativa</i>			
3	Eletropaulo Metropolit.Eletricidade de São Paulo S.A.	Eletropaulo	13/12/2004
4	Eternit S.A.	Eternit	2/3/2005
5	Gol Linhas Aéreas Intelegentes S.A.	Gol	24/6/2004
6	Marcopolo S.A.	Marcopolo	3/9/2002
7	Net Serviços de Comunicação S.A.	Net	27/6/2002
8	Suzano Petroquímica S.A.	Suzano Petr	25/11/2004
9	TAM S.A.	TAM S/A	14/6/2005
10	Universo Online S.A.	UOL	16/12/2005
<i>Novo Mercado</i>			
1	Banco Nossa Caixa S.A.	Nossa Caixa	28/10/2005
2	Companhia de Concessões Rodoviárias-CCR	CCR Rodovias	1/2/2002
3	Companhia de San.Bás.do Est.de São Paulo-Sabesp	Sabesp	24/4/2002
4	Cosan S.A. Indústria e Comércio	Cosan	18/11/2005
5	CPFL Energia S.A.	CPFL Energia	29/9/2004
6	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend.e Participações	Cyrela Realt	21/9/2005
7	Diagnósticos da América S.A. (DASA)	Dasa	19/11/2004
8	EDP - Energias do Brasil S.A.	Energias BR	13/7/2005
9	Grendene S.A.	Grendene	29/10/2004
10	Light Serviços de Eletricidade S.A.	Light	28/7/2005
11	Localiza Rent a Car S.A.	Localiza	23/5/2005
12	Lojas Renner S.A.	Lojas Renner	1/7/2005
13	Natura Cosméticos S.A.	Natura	26/5/2004
14	Obrascon Huarte Lain Brasil S.A. (OHL Brasil)	OHL Brasil	15/7/2005
15	Porto Seguro S.A.	Porto Seguro	22/11/2004
16	Renar Maçãs S.A.	Renar	28/2/2005
17	Submarino S.A.	Submarino	30/3/2005
18	Tractebel Energia S.A.	Tractebel	16/11/2005

FONTE: BDI nº 249/2005 - 29/12/2005 (BOVESPA).