

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS
CURSO DE BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

JONNAS GONÇALVES FERREIRA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:
Uma análise de sua relação nas empresas listadas nos níveis diferenciados de
governança da BMF&BOVESPA.**

SOUSA

2015

JONNAS GONÇALVES FERREIRA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:
Uma análise de sua relação nas empresas listadas nos níveis diferenciados de
governança da BMF&BOVESPA.**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais, da Universidade Federal de Campina Grande, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^ª. Msc. Ana Flávia Albuquerque Ventura

SOUSA

2015

DECLARAÇÃO DE AUTENTICIDADE

Por este termo, eu, abaixo assinado, assumo a responsabilidade de autoria do conteúdo do referido Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado: “**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: Uma análise de sua relação nas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da BMF&BOVESPA**”, estando ciente das sanções legais previstas referentes ao plágio. Portanto, ficam, a instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, pela veracidade e originalidade desta obra.

Sousa/PB, ____ de _____ 2015.

Jonnas Gonçalves Ferreira

JONNAS GONÇALVES FERREIRA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:

Uma análise de sua relação nas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da BMF&BOVESPA

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais, da Universidade Federal de Campina Grande, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Monografia aprovada em ____/____/____.

BANCA EXAMINADORA:

Orientadora: Prof^ª. Msc. Ana Flávia Albuquerque Ventura

Professor Dr José Ribamar Marques de Carvalho

Professor Msc. Harlan de Azevedo Herculano

Dedico este trabalho
Ao Senhor Deus Todo Poderoso, que com Ele
tudo posso. És meu refúgio e fortaleza em
todas as ocasiões.

Aos meus pais, Ernani e Carmélia e minha
avó, Alina, pois sem eles não teria chegado
até aqui.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, pelo dom da vida, por ter me proporcionado tantas alegrias, pelas graças que alcancei e por ter colocado durante esta caminhada pessoas que de fato colaboraram durante minha graduação.

Em especial aos meus pais - Ernani e Carmélia - a minha avó -Alina- por todo esforço realizado na concretização deste sonho, vocês são exemplo de honestidade, dedicação e muito trabalho.

Aos meus irmãos, que acreditam em meus propósitos e me incentivam na sua realização.

Aos meus familiares, primos, sobrinhos, cunhados e tios que de alguma forma contribuíram, torceram e se revestem de alegria pelas conquistas até aqui alcanças.

À minha orientadora Professora Ana Flávia Albuquerque Ventura, pela orientação, paciência, presteza, dedicação e aprendizado que me proporcionou, foram essenciais na confecção deste trabalho. Meu muito obrigado!

Ao Professor Vinícius Martins, pela disponibilização dos dados econômico-financeiros da Economática tão preciosos nesta pesquisa.

A todos os professores, pelos conhecimentos transmitidos no decorrer destes cinco anos. São peças essenciais na realização dessa caminhada.

Aos amigos, Ana Magalhães, Cícero Oberdan, Giliard Cruz e Ronaldo Targino, por toda ajuda que me deram nesta trajetória, vocês são exemplo de estudo, dedicação e superação de vida.

À Meire Tavares, pois em meio às tribulações e dificuldades me ajudou consideravelmente na realização deste sonho.

À Consuelo Barreto, ex-assistente social, que me concedeu o privilégio de SER RESIDENTE UNIVERSITÁRIO EM SOUSA.

Aos amigos que conquistei na sala de aula, pelo convívio, por cada momento compartilhado, pelos risos, pela compreensão, pela amizade, pelo companheirismo de sempre.

Não posso deixar de mencionar os meus agradecimentos a todos os residentes, pois com eles aprendi muito, partilhei alegrias, histórias, conhecimento e um dos melhores momentos

de minha vida, os considero como grandes amigos. Sinto-me orgulhoso por ter convivido com eles e ter morado nesta república universitária.

“Observe quem vai subindo a ladeira
Seja princesa, ou seja, lavadeira
Pra ir mais alto vai ter que suar”.

(Flávio José)

RESUMO

Governança corporativa consiste num sistema utilizado na proteção e auxílio dos que compõem a alta administração das companhias. Sendo assim, tem por missão alinhar os desacordos entre os sócios, os administradores e outros que tiverem interesse na companhia -credores, funcionários e clientes-. Ela busca tomada de decisões sempre interligadas, o que promove melhor desempenho, retorno dos investimentos, credibilidade e maximização de valor da entidade. O presente estudo investigou se há relação entre as boas práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro nas companhias listadas nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA; No período de 2010 à 2013, utilizou-se de 133 companhias, que foram divididas em dois grupos: sendo um de governança e outro de não governança, o critério de diferenciador foi saber se em determinado ano a entidade estava listada em um dos níveis diferenciados, se sim, foi incorporada ao grupo governança, se não, foi considerada como não praticante de governança e incorporada ao grupo não governança. Por se tratar de duas amostras independentes e apresentar uma distribuição normal, optou-se analisar por meio do teste t de duas amostras independentes se as companhias que adotam as práticas de governança tem um desempenho econômico-financeiro superior as que não as adotam. Considerando um $\alpha = 5\%$, percebeu-se que, embora o resultado da liquidez corrente das empresas do grupo de governança ser estatisticamente superior em 2011, nos demais anos em todos os indicadores econômico-financeiros, a hipótese nula foi aceita, ou seja, não houve diferenças significativas. Portanto, em geral, as empresas que adotam governança corporativa não apresentaram desempenho econômico-financeiro superior.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Desempenho econômico-financeiro; Índices Econômico-financeiros.

ABSTRACT

Corporate governance is a system used in the protection and assistance of those who make up the senior management of the companies. Therefore, is to align the disagreements among members, administrators and others who have interest in the company (creditors, employees and customers). It seeks decisions always interconnected, which promotes better performance, return on investment, credibility and maximizing entity value. The present study investigated whether there is a relationship between good governance practices and financial performance in listed companies in different levels of governance of BM & FBOVESPA. In the period 2010 to 2013 we used 133 companies were divided into two groups namely: a governance and other non-governance, the criterion of differentiation was whether in a given year the organization was listed in one of the different levels, if so, was incorporated into the governance group, if not, was considered as non-practicing governance and incorporated into the group not governance. Because it is two independent samples and present a normal distribution, we chose to analyze using the t test of two independent samples are companies that adopt governance practices has a superior financial performance those which do not adopt. Considering a $\alpha = 5\%$, it was noted that although the outcome of the current liquidity of the companies of governance group be statistically superior in 2011, in other years in all economic and financial indicators, the null hypothesis was accepted, that is, there were no significant differences. Therefore, in general, companies that adopt corporate governance had not exceeding financial performance.

Keywords: Corporate Governance; Economic and financial performance; Economic and financial indicators.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2010	49
Tabela 2- Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2010	49
Tabela 3 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2011	50
Tabela 4 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2011 ...	50
Tabela 5 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2012	51
Tabela 6 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2012 ...	51
Tabela 7 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2013	51
Tabela 8 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2013 ...	52
Tabela 9 - Distribuição das companhias que adotam e não adotam governança corporativa de 2010 à 2013.....	53
Tabela 10 - Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2010	53
Tabela 11 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2011	53
Tabela 12 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2012	54
Tabela 13 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2013	54

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Indicadores Econômico-Financeiros	20
Quadro 2 - Comparação entre os Sistemas Outsiders x Insiders	35

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IFC	<i>International Finance Corporation</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
N1	Nível 1 de Governança Corporativa
N2	Nível 2 de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	Delimitação do Tema e Problemática	14
1.2	Objetivos	16
1.2.1	Objetivo Geral.....	16
1.2.2	Objetivos Específicos	16
1.3	Justificativa.....	16
1.4	Procedimentos Metodológicos.....	18
1.4.1	Classificação da Pesquisa.....	18
1.4.2	Universo da Pesquisa.....	19
1.4.3	Procedimentos de Coleta de Dados	19
1.4.4	Procedimentos de Tratamento dos Dados.....	21
1.4.5	Estabelecimento das Hipóteses da Pesquisa	21
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
2.1	Governança Corporativa: contexto de origem e conceitos.....	22
2.2	Divórcio da Propriedade e Gestão	24
2.3	Conflitos de Agência: seus problemas e custos.....	26
2.4	Princípios e Mecanismos da Governança Corporativa.....	29
2.5	Governança Corporativa no Mundo	32
2.6	Governança Corporativa no Brasil	36
2.6.1	<i>O Problema Básico da Governança Corporativa e a Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras</i>	43
2.7	Indicadores Econômico-Financeiros	46
3	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	49
3.1	Análise das Técnicas da Estatística Descritiva	49
3.2	Análise do Teste t para Duas Amostras Independentes.....	52
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	55
	REFERÊNCIAS	56
	ANEXOS.....	62

1 INTRODUÇÃO

1.1 Delimitação do Tema e Problemática

Governança corporativa consiste num sistema utilizado na proteção e auxílio dos que compõem a alta administração das companhias. Sendo assim, tem por missão alinhar os desacordos entre os sócios, os administradores e outros que tiverem interesse na companhia -credores, funcionários e clientes-. Ela busca tomada de decisões sempre interligadas, o que pode resultar em melhor desempenho, retorno dos investimentos, credibilidade e maximização de seus papéis corporativos.

No entendimento de Aragão *et al.* (2008), uma série de medidas tomadas a partir da segunda metade da década de 1990, marcaram o início do movimento em prol da governança corporativa no Brasil, dentre elas, temos a elaboração do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a edição da Lei nº 10.303/01, que reformulou a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), o lançamento da Cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre Governança Corporativa e a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, pela Bovespa no ano 2000.

Nota-se um crescimento do tema no país, haja vista o histórico de ações voltadas a sua implantação. Elaborou-se documentos que tratam das boas práticas de governança; criou-se os níveis diferenciados da BM&FBOVESPA e as várias alterações na lei societária, com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro e reduzir as divergências existentes entre os sócios minoritários e os acionistas majoritários.

Backes *et al.* (2009) asseguram que a aplicação de governança corporativa compreende um conjunto de regras que se propõe em estabelecer um padrão de comportamento organizacional que seja aprovado por aqueles que objetivam ter alguma vantagem na companhia e, conseqüentemente se estabeleça uma relação de confiança entre todos. Isto posto, constata-se a instauração de um padrão de comportamento a ser seguido pelas partes interessadas, acarretando em prerrogativas que tornam determinadas companhias que adotam governança serem mais bem avaliadas pelo mercado em detrimento de outras (SILVEIRA, 2010).

No entendimento de Silva (2006), dois tipos de benefícios poderão ser alcançados com a aplicabilidade da boa governança, os externos, ligados à simplificação na obtenção de fundos e o menor custo de capital e os internos, associados ao aperfeiçoamento no processo de tomada de decisão da cúpula administrativa.

Ainda, segundo o autor, os benefícios externos, sua noção básica é que, em um universo de empresas, haverá determinadas sociedades que praticam a boa governança e se distinguirão das demais. Desse modo, tais entidades tornam-se mais atrativas, aumentando o número de investidores interessados em investir na entidade. Consequentemente, uma maior demanda por suas ações, tende a aumentar o valor da entidade e diminuir os custos na obtenção de capital.

A respeito dos benefícios internos vale ressaltar uma distinção mais clara das funções entre gestores, conselheiros e acionistas, primordialmente em companhias de controle familiar; o aperfeiçoamento das ferramentas de avaliação de desempenho e recompensa dos gestores, inclusive a estruturação de pacotes de remuneração e a diminuição da ocorrência de fraudes, devido ao melhor gerenciamento dos riscos e sofisticação dos controles internos (SILVA, 2006).

Para Tavares Filho (2006) a implantação da boa governança deixa em evidência a busca por um melhor desempenho, tendo em vista que as mudanças ocorridas na alta administração são proativas, acarretando na diminuição dos conflitos entre os sócios e executivos.

Diante do exposto, entende-se que a governança corporativa é uma ferramenta capaz de trazer valorização para as companhias e atrair investidores dos mais diversos lugares, pois sua adoção tem por finalidade dirimir conflito de interesses entre o principal e o agente, o que ocasiona diminuição nos custos de captação de recursos, da assimetria informacional e melhor desempenho. À vista disso, o presente trabalho tem o seguinte problema de pesquisa: **As companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa que adotam as boas práticas de governança corporativa possuem um desempenho superior em relação as não que não adotam?**

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar se há relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas nos níveis diferenciados da BMF&BOVESPA.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar a performance econômico-financeira das empresas listadas;
- Realizar o teste de Kolmogorov-Smirnov a fim de conhecer a distribuição dos dados;
- Fazer análise do resultado das técnicas da estatística descritiva;
- Verificar se existe superioridade no desempenho econômico-financeiro das empresas do grupo governança em relação ao de não governança, por meio do teste t de duas amostras independentes.

1.3 Justificativa

Com o crescimento do mercado acionário em diversos países, inclusive no Brasil, passou-se a utilizar uma nova forma de gerenciar entidades, uma ferramenta capaz de alinhar diversos interesses na condução dos negócios.

A premissa básica sobre a temática assegura que companhias que adotam governança corporativa poderão aperfeiçoar seu desempenho, aumentar seu valor, bem como dirimir potenciais conflitos de interesses entre os que compõem a alta administração da companhia, com o objetivo de reduzir custo de capital e aumentar o retorno dos acionistas (CVM, 2002; IBCG; 2009; SILVA, 2006).

Assim, torna-se relevante realizar uma pesquisa que busca uma correlação existente entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro, tendo em vista todo esforço já realizado em prol da boa governança.

Para os que têm ligação direta ou indireta com as companhias a serem estudadas, torna-se uma pesquisa de suma importância, haja vista tratar da correlação de governança corporativa e desempenho econômico-financeiro.

O presente trabalho tem em sua essência ser mais amplo, pois pesquisará em todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA, a correlação entre a boa governança e o desempenho econômico-financeiro. Podendo ser considerado atual e relevante, haja vista a utilização de indicadores econômico-financeiros, ou seja, adoção de índices que não se restringem a aspectos econômicos, mas chegando até os financeiros.

Conforme alguns estudos (MACEDO e CORRAR, 2012; OKIMURA, 2003; PENHA, 2013) empresas que realizam as boas práticas de governança são impactadas por um melhor desempenho, contudo em outros, os resultados encontrados mostram uma ausência de relação positiva entre a boa governança e a performance das companhias.

A pesquisa de Okimura (2003) investigou se existe uma correlação significativa estatisticamente entre estrutura de propriedade, valor e desempenho das empresas abertas brasileiras listadas na Bolsa de Valores, no período compreendido de 1998 a 2002. Nela o enfoque foi investigar e compreender os conflitos de agência presentes nas companhias decorrentes da separação entre propriedade e gestão sob a ótica da governança corporativa. Utilizou-se dos métodos estatísticos Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos aleatórios e Efeitos Fixos. Os resultados aponta uma influência quadrática da concentração de votos no valor e uma influência negativa do excesso de votos no valor, entretanto positiva no desempenho.

A pesquisa de Macedo e Corrar (2012), por meio da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA), analisou comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança e as que não adotam, do setor de distribuição elétrica brasileiro no período compreendido entre 2005 a 2007. Foram utilizados indicadores para medir a lucratividade, como a margem de lucro, como também a liquidez, por meio da liquidez corrente e aferir se estatisticamente existe superioridade por parte das entidades que adotam a governança. Como resultados do estudo, tem-se que o ano de 2005 apresentou para as companhias que adotam boas práticas de governança um desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Já para os anos de 2006 e 2007 o resultado é exatamente o contrário.

Um estudo recente de Penha (2013) investigou no período de 2007 a 2011 nas empresas listadas na BM&FBOVESPA dos setores de energia, siderurgia e metalurgia, tecidos, vestuários e calçados, se companhias com boas práticas de governança corporativa possuem desempenho econômico-financeiro superior em relação as que não adotam, valendo-se do teste estatístico de Mann-Whitney chegou-se a conclusão de rejeitar a hipótese de que as entidades listadas nos níveis de governança são estatisticamente superiores.

Com propósito de contribuir nesta mesma linha de pesquisa, este trabalho fundamenta-se na contribuição para o debate do tema no Brasil, visto que ele tem ganhado relevância no mundo corporativo.

1.4 Procedimentos Metodológicos

1.4.1 Classificação da Pesquisa

Prestes (2003) conceitua pesquisa científica como um estudo que busca adquirir conhecimento específico e estruturado a respeito de determinado assunto, decorrente da observação dos fatos, do registro de variáveis presumivelmente relevantes para futuras análises. O supra citado autor a descreve como um processo reflexivo, sistemático, controlado e crítico que proporciona conhecer novos fatos, assim como , as relações estabelecidas entre as leis que determinam o surgimento desses fatos ou a sua ausência.

À vista disso, o presente trabalho busca primordialmente saber se existe relação entre as práticas de governança corporativa e a performance econômico-financeira das empresas listadas nos níveis diferenciados da BM&FBOVESPA, dessa forma ela pode ser classificada como quantitativa, pois segundo Gonsalves (2011, p.70) “remete para uma explanação das causas, por meio de medidas objetivas, testando hipóteses, utilizando-se basicamente da estatística”.

1.4.2 Universo da Pesquisa

O universo da pesquisa corresponde às companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA, totalizando 184 firmas. O que significa que 31 encontram-se no nível 1, 20 no nível 2 e 133 no nível 3 (novo mercado). Vale salientar que 51 sociedades foram retiradas, tendo em vista que estas não apresentaram todos os dados necessários à realização da pesquisa. Assim sendo, a amostra da pesquisa foi composta por 133 companhias, sendo que 22 delas encontram-se no nível 1, 15 no nível 2 e 96 no Novo Mercado. O anexo 1 demonstra a relação das companhias.

1.4.3 Procedimentos de Coleta de Dados

A coleta dos dados econômico-financeiros foi realizada na base de dados Economática®¹, que inicialmente pretendeu-se utilizar cinco anos nesta pesquisa, porém o formulário cadastral das companhias não disponibilizou os dados necessários para inclusão do ano de 2009, dessa maneira, o período estudado neste trabalho compreende os anos de 2010 à 2013.

Adotou-se dois índices para cada grupo de indicadores (liquidez, estrutura de capital e rentabilidade), pois segundo Penha (2013), é mais comum encontrá-los na literatura e mais fácil encontrar os dados que o formam, eles ficam melhor evidenciados quando Matarazzo (2010) os apresentam por meio do quadro 1 :

¹ Criada em 1986, a Economática® tem forte atuação nos Estados Unidos, no Brasil e em outros países da América Latina. Consiste em um conjunto de avançados módulos de análise que operam sobre uma base de dados de grande abrangência e de alta confiabilidade. Disponível em: <<https://economica.com/PT/quem-somos.html>>. Acessado em: 25 fev. 2015.

Quadro 1 - Indicadores Econômico-Financeiros

Índices de Liquidez	Interpretação
Liquidez Geral (LG = AC+RLP / PC+ ELP)	Quanto maior, melhor
Liquidez Corrente (LC = AC / PC)	Quanto maior, melhor
Índices de Estrutura de Capital	
Índice de Participação de Capital de Terceiros (CT / PL)	Quanto menor, melhor
Índice de Composição do Endividamento (CE = PC / CT)	Quanto menor, melhor
Índices de Rentabilidade	
Índice de Rentabilidade do Ativo (ROA = LL / VL x 100)	Quanto maior, melhor
Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE = LL/PLM x 100)	Quanto maior, melhor
Onde: AC = Ativo Circulante; RLP = Realizável a Longo Prazo; PC = Passivo Circulante; ELP = Exigível a Longo Prazo; CT = Capital de Terceiros; PL = Patrimônio Líquido; LL = Lucro Líquido; VL = Vendas Líquidas e PLM = Patrimônio Líquido Médio	

Fonte: Adaptado de MATARAZZO, 2010.

Quanto ao acesso das informações das companhias que adotam governança ou que não adotam foi necessário verificar-se no Formulário Cadastral (site da BM&FBOVESPA) de cada empresa na opção “valores mobiliários” se a entidade adotava boas práticas de governança ou não, considerando que se entidade em determinado ano não estivesse listada em nenhum dos níveis diferenciados, foi considerada como não praticante da boa governança, diferentemente das que aplicam governança, se estivessem em qualquer dos níveis.

Optou-se por analisar todas as companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA, pois este estudo trará mais informações, já que pesquisas anteriores, Macedo e Corrar (2012) e Penha (2013) investigaram apenas por setores, dessa forma espera-se que trabalho possa contribuir, no sentido de produzir informações sobre um número significativamente maior de empresas.

Vale frisar que a temática governança corporativa no Brasil pode ser considerada recente, pois adentrou no país há pouco tempo e está alterando não somente a estrutura societária, bem como a forma como são gerenciadas as companhias brasileiras. Com isso, as entidades buscam saber o que esta vem a ser e quais os benefícios de sua adoção.

1.4.4 Procedimentos de Tratamento dos Dados

De início, fez-se o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, pois segundo o Portal Action², é usado na certificação de uma distribuição normal. Dessa forma, realizou-se tal teste nos indicadores econômico-financeiros das companhias do grupo governança e não governança no período de 2010 à 2013. Considerando um $\alpha = 5\%$, os resultados de p-valor no período analisado foi superior a margem de erro (5%), o que nota-se fortes indícios de que a distribuição dos dados segue uma distribuição normal.

Por se tratar de amostras independentes, pois segundo Freund (2006, p. 314) “a escolha de uma amostra não é de modo algum afetada pela escolha da outra”, por ter uma distribuição normal, conclui-se que o *test t* pode ser utilizado para determinar se existem diferenças significativas, considerando $\alpha = 5\%$, entre as companhias do grupo governança e as de não governança a respeito da performance econômico-financeira.

1.4.5 Estabelecimento das Hipóteses da Pesquisa

A literatura que trata da boa governança assegura que o desempenho, o valor, assim como, os retornos das companhias podem ser majorados em decorrência da implantação de um sistema que busca primordialmente eliminar os conflitos de interesses existentes no comando da companhia, fazendo com que o agente, os sócios controladores, realizem ações voltadas aos interesses do principal, os minoritários.

Diante do exposto, o presente trabalho objetiva analisar se a adoção das boas práticas de governança influencia no desempenho econômico-financeiro das empresas listadas nos níveis da BM&FBOVESPA, dessa forma as hipóteses da pesquisa são:

- H_0 : Não existem diferenças significativas;
- H_1 : As empresas do grupo governança possuem um desempenho econômico-financeiro melhor do que as do grupo não governança;

² PORTAL ACTION. Teste de Kolmogorov-smirnov. Disponível em: <http://www.portalaction.com.br/content/62-teste-de-kolmogorov-smirnov>. Acesso em: 26 fev. 2015.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa: contexto de origem e conceitos

O surgimento da governança corporativa está associado à separação entre o controle e a propriedade, o que pode resultar em conflitos de interesses entre sócios, investidores e demais partes relacionadas (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Neste cenário, observa-se que seu propósito consiste em dirimir potenciais conflitos de interesses, o que representa o alinhamento de objetivos entre acionistas e gestores, assim como, de sócios e credores.

Para o IBGC³ o posicionamento mais aceito aponta que a boa governança nasce para solucionar o “conflito de agência”. Assim sendo, o principal transfere ao agente poder de decisão sobre os negócios da companhia, ocasião em que podem nascer desacordos no que venha a ser o melhor para a companhia. Tais conflitos configuram o problema de agência das entidades americanas e inglesas, pois seu capital é pulverizado.

Silva (2006) revela que a boa governança passou a ser debatida a partir do estudo de *Berle e Means* em 1932 (âmbito acadêmico), no qual relata o nascimento das companhias modernas e a separação entre o controle e a gestão. Entretanto, só a partir da década de 1980 ela tornou-se importante, passando a ser debatida em diversos países, agora não restrita a seara acadêmica, mas também em discussões de interesse do público em geral.

Silveira (2004) ressalta que a temática é o principal foco de debates sobre o alto comando das companhias e que passou a ser discutida principalmente após o ano de 2002, no qual, o mercado de capitais dos Estados Unidos passou por sérios problemas de governança, ocasionados pelos crimes financeiros das companhias *Enron*, *Worldcom* e *Xerox*, e entre outras. As fraudes praticadas por tais entidades envolviam adulteração de demonstrações contábeis, a negociação de valores mobiliários das companhias por administradores com informação privilegiada (*insider trading*), e inclusive, a evasão fiscal.

Diante do exposto, nota-se que as boas práticas de governança estão diretamente relacionadas à resolução de conflitos existentes na alta administração das companhias, que foram desencadeados pela separação da propriedade e gestão. Conseqüentemente, a boa

³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origem da Boa Governança**. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

governança passou a ter sua importância reconhecida, visto que a sua má adoção traz grandes prejuízos ao mercado de capitais.

O vocábulo governança significa governo, assim sendo, governança corporativa está relacionada ao sistema pelo qual o alto comando está organizado no interior de uma entidade (SILVA, 2006). Diversos estudiosos e órgãos de mercado apresentam suas definições acerca da temática.

Shleifer e Vishny (1997) sustentam que ela representa umas das formas, nas quais os financiadores das companhias se certificam quanto ao recebimento do retorno dos investimentos.

Para Lethbridge (1997) sua conceituação consiste num conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, de modo a regulamentar as relações existentes entre os agentes e os sócios, ou até mesmo, as partes relacionadas, às quais os administradores devem prestar contas.

Siffert Filho (1998) a define como um sistema de controle e monitoramento utilizado pelos sócios majoritários de determinada entidade, de tal modo que os agentes (os administradores), em suas decisões realizem aplicações de recursos que estejam de acordo os interesses do principal (os sócios).

La Porta *et al.*, (2000) a descreve, em sentido amplo, como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos recorrem com o intuito de protegerem-se contra a expropriação dos investidores internos.

Para a CVM (2002) governança corporativa compreende um conjunto de práticas que buscam aperfeiçoar o desempenho de uma entidade ao proteger investidores, empregados e credores - partes interessadas-. Segundo essa conceituação, a análise da utilização da boa governança aplicada ao mercado de capitais envolve primordialmente: transparência, equidade entre os sócios e prestação de contas.

O IBCG (2009) conceitua governança corporativa como um sistema de monitoramento, incentivo e controle das relações entre proprietários, conselho de administração e demais órgãos. Segundo essa entidade, a adoção da boa governança transforma princípios em recomendações objetivas, diminuindo conflitos de interesses com o propósito de preservar e aumentar o valor da organização, o que facilita seu acesso a recursos e contribui na sua longevidade.

Conforme essas acepções, infere-se que a governança corporativa consiste num sistema pelo qual busca-se regulamentar as relações entre os proprietários, administradores e demais partes relacionadas da companhia, com o intuito de que as tomadas de decisões sejam do interesse dos donos, o que garante a ele o retorno dos investimentos e a maximização de valor da empresa.

2.2 Divórcio da Propriedade e Gestão

Na separação da propriedade e gestão percebe-se uma importante mudança no comando empresarial, à retirada dos acionistas das atividades diárias e a colocação de agentes no centro de gerência das companhias. Desta maneira, essa fragmentação leva geralmente a conflitos de interesses, tendo em vista que em alguns casos os objetivos dos acionistas são divergentes dos administradores.

Tavares Filho (2006) afirma que historicamente as companhias foram gerenciadas por seus instituidores e seus descendentes, o que mostra a concentração de poder nas mãos de poucos. Contudo, alterações ocorridas no mercado, tornaram os negócios mais complexos, ocasionando no afastamento entre a propriedade e gestão, dificultando a permanência dos proprietários na administração das empresas.

Rossetti e Andrade (2011) asseveram que a segregação da propriedade e a conseqüente saída dos sócios das atividades diárias ocasionaram mudanças nas sociedades, dentre elas:

- A propriedade afastou-se da gestão, percebeu-se que com o passar do tempo, na passagem do século XIX para o XX, as sociedades anônimas no mundo deixaram de ser conduzidas pelos proprietários, devido ao avanço das sociedades abertas e a evolução do mercado de capitais, proporcionando mudanças no alicerce de poder das companhias.
- Substituição dos fundadores, conhecidos como “capitães de indústria”, por executivos contratados, por conseguinte os primeiros assumiam três papéis: o de ter interesses como acionistas controladores, o de exercer a gestão e o de ter poder efetivo sobre os rumos da companhia. Já os executivos que pilotam as empresas exercem efetivamente o poder dentro delas, mas não têm os interesses típicos dos proprietários.

- Mudanças nos objetivos traçados pelos acionistas, tendo em vista as transformações ocorridas, as companhias se modernizaram e estabeleceram novos propósitos a serem alcançados, deixando de lado a maximização dos lucros e acrescentando objetivos que vão da segurança das operações, sob aversão a riscos, até a majoração de rendimentos dos executivos, em detrimento dos ganhos auferidos pelos sócios. Esta observação conduziu a revisões conceituais importantes, todas buscando evidenciar os conflitos entre agentes principais das companhias, seus acionistas, e os agentes condutores das operações, os executivos-chefes.
- Várias inadequações e conflitos de interesses começaram a interferir o núcleo das companhias, e caso não fossem reparados poderiam chegar até o mercado de capitais, prejudicando os princípios e o desempenho do próprio sistema capitalista.
- O antagonismo decorrente de interesses não harmoniosos conduziram à reaproximação da propriedade e da gestão, pela via da disseminação e da adoção de boas práticas de governança corporativa.

Lopes (2012) ressalta que o afastamento da propriedade e o controle tiveram como marco inicial nos EUA, no princípio do século XX, quase exclusivamente nas sociedades anônimas, o que acarretou numa enorme série de conflitos de interesses e tem como causa, os objetivos dos donos, por um lado, e pelo outro, os propósitos dos administradores, na relação entre a propriedade e a gestão, assim como os objetivos dos gestores e dos funcionários da companhia, na relação entre os administradores e seus subordinados no âmbito do controle.

Ao abordar sobre o divórcio da propriedade e controle é notável realçar a abordagem de Bens e Means (1932), pois atualmente é declarada umas das bases conceituais da governança corporativa. Nela tratou-se de alterações significativas ocorridas no interior das sociedades, quanto ao distanciamento entre a propriedade e a gestão das empresas; as alterações no comando das companhias e as divergências ocorridas; e a inadequação da gestão das sociedades abertas e bem como sobre o propósito histórico da maximização do lucro (ROSSETTI; ANDRADE, 2011).

Segundo Assaf Neto (2010) a segregação entre propriedade e gestão trazem algumas vantagens para as companhias, pois permitirá existir uma harmonização entre o poder decisório dos sócios com a gestão diária, bem como permitir que tal poder seja orientado por administradores de alta competência, no intuito de atingir os objetivos traçados.

Mediante as considerações, infere-se que o avanço das companhias e a expansão do mercado de ações desencadeia a separação da propriedade e gestão. Desse modo, o poder de decisão foi atribuído a outras pessoas, os agentes, em seu ofício tendem garantir sua permanência no cargo e outras vantagens a ele relacionadas, com isso nota-se a divergência de propósitos, pois os sócios buscam a maximização do retorno de seus investimentos.

2.3 Conflitos de Agência: seus problemas e custos

Os conflitos de agência originam da dissociação da propriedade e gestão, o que representa uma significativa alteração no controle das companhias, já que o capital do principal, o proprietário, pode ser expropriado pelo agente, diante da sobreposição dos seus interesses em face dos sócios.

Para Silveira (2004) o debate sobre seu aprimoramento nasce como resposta à expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos administradores das companhias com estrutura de propriedade pulverizada e dos sócios não controladores por acionistas majoritários em firmas com estrutura de propriedade concentrada. Essa expropriação deriva da dissociação de interesses (acionista x gestor), no qual os administradores podem tomar decisões que venham satisfazer seus próprios interesses e não a maximização da riqueza dos proprietários, motivo pelo qual foram contratados. Assim, para a assimilação das boas práticas de governança faz-se necessário entender como ocorre o problema de agência nas companhias e os mecanismos a ser utilizados na sua diminuição.

Mesmo que o gestor seja contratado para buscar a maximização da riqueza dos proprietários, ele não iria abdicar de seus próprios interesses. Sendo assim, quando se estabelece uma relação de agência, as tomadas de decisões nas entidades tem disposição para ser conflituosa. Tendo em vista que, o executivo, ao focar seus próprios interesses, realizará um conjunto de ações que podem contrariar os desejos dos sócios. Portanto, o não alinhamento de interesses oriundos de objetivos distintos entre acionistas e gestores caracteriza o conflito de agência.

Silva (2006) enfatiza que em razão da separação da propriedade e da gestão quem de fato comanda as companhias são os administradores, o que acarreta em assimetria de informações, tendo em vista que o principal, o acionista, não tem acesso aos mesmos dados

que o gestor possui. A hipótese básica desse antagonismo está relacionada às pessoas por terem interesses distintos e buscam maximizar seus próprios objetivos.

Nascimento e Bianchi (2005) reiteram que uma das alternativas usadas na diminuição da assimetria informacional, assim como, dos conflitos de interesses, é a aplicação das boas práticas de governança corporativa.

Ante as considerações infere-se que, o agente, em alguns casos, vai estar propenso em se preocupar com a riqueza pessoal, remuneração e outras vantagens financeiras, expropriando o capital daqueles que representam, diminuindo sua riqueza e enfraquecendo os acordos firmados entre ambos, no qual os sócios transferem poderes aos gestores para que tomem decisões que estejam em seu núcleo de interesses.

Outro fator que desencadeia conflito de interesses é o relacionado à divergência de objetivos entre credores e proprietários, pois contratos de dívida incentivam o investimento sub-ótimo. Dessa forma, os proprietários podem aplicar recursos de terceiros em investimentos de alto retorno, ainda que exista baixa possibilidade de retorno, em caso de sucesso, os rendimentos ficarão com seus donos, contudo em caso de insucesso, serão os credores que suportarão os custos da companhia (CICOGNA, 2007).

No mundo corporativo em que vivemos dificilmente conflitos de agência serão superados, visto que dois motivos podem explicar. O primeiro baseia-se no axioma de Klein, no qual não existe contrato completo, o segundo de Jensen e Meckling, eles afirmam uma inexistência de agente perfeito (ROSSETTI; ANDRADE, 2011).

O axioma de Klein (1983) fundamenta-se no atual momento em que o ambiente dos negócios atravessa, com um aumento da imprevisibilidade, sujeito a turbulências e a efeitos-contágio, que podem interferir significativamente os resultados. O de Jensen e Meckling (1976), inexistência do agente perfeito, explica que a natureza humana, utilitarista e racional, conduz as pessoas a realizarem a maximização dos seus próprios objetivos em detrimento de outros (ROSSETTI; ANDRADE, 2011).

Jensen e Meckling (1976, *apud* SILVEIRA, 2004) descrevem uma relação de agência como um acordo no qual uma ou mais pessoas delegam a outra pessoa, a realização de ações que venham em favor do principal. Na condução dos negócios imagina-se que os administradores almejem os propósitos dos donos, porém quando ações tomadas pelo agente buscam objetivos próprios surge o conflito de interesses. O que acontece por muitas vezes é a sobreposição da riqueza, segurança no emprego e vantagens pessoais em detrimento da maximização da riqueza dos fundadores (SILVA, 2006).

Para Assaf Neto (2010) toda vez que um executivo, o agente, recebe atribuições de outro (o principal), para agir conforme seus propósitos tem-se configurada uma relação de agência. Dessa forma, os administradores auferem rendimentos dos proprietários para tomar decisões que sejam harmônicas aos seus interesses. No entendimento de Silveira (2010), há três tipos básicos de conflito de interesses:

- Conflito de agência que envolve sócios e gestores em companhias com capital pulverizado, neste cenário a caracterização do conflito se dá pela divergência de interesses e o agente tenta maximizar seus rendimentos, expropriando a riqueza do principal (o acionista);
- Conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários em entidades com alta concentração acionária, nesta situação quem representa o principal são os não controladores e os controladores formam o agente. O desacordo nasce quando os minoritários são cerceados de direitos e expropriados pelos sócios majoritários; e
- Potencial desalinhamento entre administradores e credores, nesta ocasião quem configura como principal são os credores e os gestores, o agente. O conflito surge quando o agente toma decisões que podem prejudicar o principal, como realizar investimentos com riscos excessivos.

Independentemente do problema de agência, seja entre executivos e sócios ou entre controladores e minoritários, o que importa é a preocupação da boa governança em ofertar boas práticas que possam diminuir a ocorrência de conflitos (MOURA *et al.*, 2014).

Verifica-se que o acionista ainda firmando contratos de delegação de poderes para que o agente trabalhe em seu favor, a relação existente entre ambos é caracterizada por sua fragilidade, dessa maneira, o principal, realiza dispêndios com o objetivo de minimizar esses conflitos.

Rossetti e Andrade (2011) reiteram que tais custos não seriam necessários, se as decisões fossem voltadas a maximizar a probabilidade de os proprietários usufruírem o maior retorno possível de seus investimentos, aumentando o valor da companhia e a riqueza pessoal. Ainda existindo contratos norteando as tomadas de decisões, os gestores estarão voltados a priorizar também seus propósitos.

Conforme asseveram Jensen e Meckling (1976, *apud* LOPES, 2012) os custos de agência resultam do somatório:

- Custos de criação e estruturação dos acordos entre o principal e o agente;

- Dispêndios realizados pelo principal no monitoramento das atividades exercidas pelos gestores;
- Gastos realizados pelo próprio agente no intuito de mostrar ao principal que suas ações não o prejudicam; e
- Perdas residuais promovidas da minimização da riqueza do principal por eventual divergência entre as decisões executadas pelo agente.

Dessa forma, infere-se que os dispêndios realizados pelo principal, como a confecção de contratos de delegação de atribuições; a contratação de conselheiros independentes e altamente qualificados para atuarem no conselho de administração e demais gastos, tem por objetivo dirimir as divergências (conflitos) entre os sócios e os administradores da companhia.

Bianchi (2005) revela que esses dispêndios não devem ser vistos apenas como encargos para a empresa, e sim gastos necessários para que a companhia possa alcançar seus propósitos, o que representa geração de receitas e, conseqüentemente, o lucro esperado. É necessário à entidade possuir pessoas com capacidade para assumirem as responsabilidades a elas transferidas pelo principal, com o objetivo de atingir a eficácia organizacional, melhor medida pelo nível de lucro esperado.

Dessa forma, os custos de agência não podem ser vistos como um aspecto negativo dentro da organização, para o agente ou até mesmo para o principal, com eles a companhia pode incrementar seus rendimentos, apesar de estarem gerando dispêndios, assumem relevância na consecução dos objetivos traçados pelo principal. Assim sendo, é importante que as companhias criem ferramentas de monitoramento que possam diminuir tais dispêndios e que alinhem os interesses do principal e do agente, o que promove à satisfação de ambas as partes.

2.4 Princípios e Mecanismos da Governança Corporativa

As boas práticas de governança estão fundamentadas em princípios que inspiram e direcionam o funcionamento das entidades, o que lhes acarreta em credibilidade e criação de valor. É importante a prática de princípios sólidos e consagrados para a integração com os mercados e as comunidades em que atuam (ALVARES *et al.*, 2008).

Na compreensão do IBCG (2004), os princípios basilares da governança corporativa são:

- **Transparência:** É o desejo de mostrar as partes interessadas informações que não sejam apenas de seu interesse, nem menos aquelas impostas pela legislação. A adequada transparência promove um clima de confiança, tanto interinamente quanto com terceiros. Não se pode limitar as informações aos aspectos econômico-financeiros, deve-se incluir outros fatores que norteiam a ação gerencial e que conduzem a geração de valor;
- **Equidade:** Esta palavra esta relacionada a igualdade, portanto, é o tratamento justo entre os sócios (majoritários e minoritários) e demais partes interessadas (clientes, fornecedores, credores). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
- **Prestação de contas:** é o princípio pelo qual todos os agentes de governança devem prestar contas de suas tomadas de decisões, eles são os responsáveis pelas consequências de seus atos e omissões em seus mandatos.
- **Responsabilidade corporativa:** é o princípio no qual orienta os agentes de governança a zelarem pelo desenvolvimento sustentável da entidade, focando a continuidade, revestir-se de aspectos de ordem social, bem como ambiental na condução dos negócios e operações.

Dessa forma, os executivos gestores devem tratar de forma igualitária os sócios, assim como as partes interessadas, produzir informações que vão além das exigidas por lei ou regulamento, prestar contas de suas ações que envolvem aspectos de ordem social e ambiental, que promovem a longevidade da entidade.

Um sistema de governança é considerado eficiente quando há articulação de diferentes mecanismos internos e externos com o intuito de garantir tomadas de decisões no interesse de longo prazo dos acionistas (SILVEIRA, 2010). Segundo o mesmo autor, os internos correspondem:

- **Conselho de administração:** conhecido como o principal mecanismo de governança, representa os propósitos dos sócios, monitorando os executivos a seu favor;
- **Sistema de remuneração:** o montante e a forma de remuneração dos gestores podem determinar o grau de convergência de seus interesses aos dos sócios, formando um mecanismo-chave de governança; e

- Concentração acionária e atuação de investidores institucionais: a composição acionária da companhia pode interferir no comportamento dos executivos, diminuindo potenciais conflitos de interesses.

Silveira (2002) assegura que normalmente os códigos de governança evidenciam a importância de um conselho de administração formado por uma maioria de membros externos (não executivos) na empresa, como forma de aperfeiçoar a tomada de decisão e aumentar o valor da companhia. Esta recomendação é o senso comum de que a principal função do conselho é controlar as ações desenvolvidas e que somente conselheiros externos capacitados são aptos a serem monitores eficazes. Segundo os códigos de governança, um conselho de administração controlado por gestores pode atuar como um mecanismo de proteção aos executivos.

Para a CVM (2002) o conselho de administração deve buscar a proteção do patrimônio da entidade, perseguir os objetivos traçados no seu objeto social e nortear a diretoria no sentido da maximização do retorno investido, assim agregando valor a empresa. Ele deve ser composto de cinco a nove membros altamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de monitorar os procedimentos contábeis utilizados, bem como ter o maior número possível de conselheiros independentes da gestão da entidade. Para companhias com controle compartilhado, pode ser utilizado um quantitativo superior a nove membros. O mandato dos membros deve ser unificado, com prazo de mandato de um ano, permitida sua reeleição.

Isto posto, infere-se que o conselho de administração é um grande promotor das boas práticas de governança, contudo para seja um guardião do patrimônio e dos propósitos dos acionistas é necessário seja independente, dessa forma os conselheiros poderão monitorar as ações dos gestores de forma efetiva, o que pode maximizar os rendimentos dos sócios e o valor da companhia.

A respeito dos mecanismos externos, Silveira (2010) elenca:

- Proteção legal aos investidores: os mecanismos externos de governança estão relacionados ao ambiente institucional e regulador onde se localiza a companhia, assim como às diversas formas de expressão exercidas pelos mercados onde atua.
- Possibilidade de aquisição hostil e grau de competição no mercado de produtos: o medo dos gestores de perderem seus empregos como consequência de uma aquisição hostil da companhia é normalmente citado na literatura como um artifício disciplinador das

ações desses agentes. Assim, provavelmente os problemas de governança serão menos graves em companhias sujeitas a essa operação;

- Fiscalização dos agentes de mercado: um dos principais benefícios decorrentes de uma maior transparência da empresa é a possibilidade de um escrutínio externo mais efetivo da gestão; e
- Estrutura de capital: a própria de financiamento da empresa pode ser compreendida como um mecanismo da boa governança, na medida em que pode diminuir o potencial para destruição de valor promovida das divergências de interesses entre gestores e sócios.

Conforme asseveram Jensen e Meckling (1976, *apud* OKIMURA, 2003), os mecanismos de governança ainda podem ser divididos em quatro categorias de “força de controle” dentro de uma companhia, que compreendem:

- O cenário político, legal e regulatório;
- O mercado de capitais e de combinações de negócio;
- A competitividade do setor de atuação;e
- Os mecanismos internos.

Como resultado, percebe-se a necessidade de aplicação conjunta dos mecanismos internos e externos para que um sistema de governança seja eficiente e almeje maximizar os objetivos de longo prazo dos acionistas.

2.5 Governança Corporativa no Mundo

Os modelos de governança estão diretamente ligados aos aspectos de onde atuam as companhias (mercado), a proteção dada aos investidores e as prioridades políticas e sociais. Dessa forma, a estrutura de propriedade e controle das companhias dependerá do tipo de modelo adotado.

Rossetti e Andrade (2011) asseguram existir uma extensa relação dos fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa, sendo alicerçada, em pelo menos, quatro abordagens:

- A abordagem de Prowse, dá ênfase ao nascimento de conselhos de administração e outros mecanismos de governança, tal abordagem preocupa-se como estão sendo conduzidos os conflitos de interesses e à atenção dada aos direitos de outras partes interessadas.
- A abordagem de La Porta, Lopez-de-Silanes e Sheifer, destaca a concentração acionária e a proteção aos minoritários. Elabora um *ranking* de sistemas de governança dos países, feito de acordo com o nível de proteção aos minoritários, por meio de um índice de direitos anticontrolador.
- A abordagem de Berglöf, evidencia a forma de financiamento mais comum, elencando as diferenças significativas entre os modelos *market oriented* e *bank oriented*, quanto as decorrentes composições dos conselhos de administração e dos objetivos corporativos.
- A abordagem de Franks e Mayer, estuda as diferenças atribuídas às forças de controle internas e externas e a eficiência delas na geração de sistemas de boa governança.

Silva (2006) comenta que eles variam para cada país, mas, em geral, giram em torno de dois sistemas: o *anglo-saxão*, que predomina nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o *nipo-germânico*, o qual prevalece no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa continental.

A fragmentação acionária e desagregação da propriedade e da gestão são as principais peculiaridades do primeiro modelo que é voltado ao mercado e por ele regulado, tem como fonte o Direito Comum e entre suas últimas normas legais frisa-se a *Lei Sarbanes-Oxley*, nos Estados Unidos; e o *Combined Code* no Reino Unido (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Já para o segundo modelo é marcado pela alta concentração acionária e por participações acionárias de longo prazo, assim como seu mercado de capitais tem um perfil de ser menos líquido e desenvolvido (SILVA, 2006).

O IBGC⁴ declara ainda, existir dois modelos de governança corporativa no mundo: o *Outsider System* ou Anglo Saxão e o *Insider System* ou Europa Continental e Japão.

O *Outsider System* é o sistema de governança praticado nos Estados Unidos e no Reino Unido e tem as seguintes características: (a) acionistas pulverizados e tipicamente fora das atividades operacionais da companhia; (b) estrutura de propriedade dispersa; (c) papel

⁴ IBGC. **Principais Modelos**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18167>>. Acesso em : 23 de fev. 2015.

importante no crescimento do mercado acionário e (d) foco na maximização do retorno para os acionistas. Ao passo que, o modelo *Insider System* é o modelo de governança utilizado na Europa Continental e no Japão, possui os seguintes atributos: (a) grandes acionistas participando das atividades diárias diretamente ou via pessoas de sua confiança; (b) estrutura de propriedade mais concentrada; (c) frequente o controle familiar nas grandes companhias e (d) baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais.

Dessa forma, infere-se que a adoção de um sistema em detrimento do outro dependerá do objetivo a ser alcançado, visto que, o do sistema anglo-saxão prioriza a criação de valor para os proprietários e tem como principal conflito de interesse aquele entre os administradores e acionistas, e diverso daquele, o nipo-germânico, que prima pelo equilíbrio de interesses dos sócios com os de outros grupos interessados na companhia (fornecedores, credores e funcionários), bem como o seu conflito de agência é entre os acionistas majoritários e os minoritários (SILVA, 2006).

Silveira (2010) como forma de melhor explicar os modelos em questão, exhibe por meio do quadro 2, uma confrontação entre seus aspectos gerais e diferenças dos sistemas: *Outsider System e o Insider System*.

Quadro 2 - Comparação entre os Sistemas Outsiders x Insiders

SISTEMA DE GOVERNANÇA	ACIONISTAS COMO OUTSIDERS (ESTADOS UNIDOS E REINO UNIDO)	ACIONISTAS COMO INSIDERS (EUROPA CONTINENTAL)
Estrutura de propriedade das grandes companhias listadas em bolsa	Dispersa, com acionistas pulverizados e distantes do dia a dia das operações	Mais concentrada, com bloco de controle definido atuando diretamente nas atividades das companhias.
Controle familiar nas grandes companhias	Raro	Comum
Estado como acionista relevante nas grandes companhias	Raro	Mais frequente
Diversificação das operações das companhias	Mais baixa, com empresas mais especializadas e menor presença de conglomerados empresariais diversificados	Alta, com predomínio de grandes grupos/ conglomerados empresariais, muitas vezes altamente diversificados
Papel do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas	Muito importante	Menos importante, com maior participação do mercado de crédito via financiamentos bancários e governamentais
Investidores institucionais	De grande porte e muito ativos	De menor porte e mais passivos
Mercado de aquisição hostil do controle	Ativo, com possibilidade real de aquisições hostis	Praticamente inexistente, com raras tentativas de aquisições não solicitadas
Função-objetivo das companhias	Foco na maximização da riqueza para os acionistas (<i>shareholder oriented</i>)	Reconhecimento mais explícito e sistemático de outros stakeholders não financeiros nas decisões empresariais, principalmente funcionários (<i>stakeholder oriented</i>)

Fonte: SILVEIRA, 2010.

Verifica-se que os referidos sistemas são divergentes em muitos pontos elencados no quadro acima, quanto ao papel do mercado de ações no crescimento e financiamentos das empresas, a diversificação das operações da companhia e o controle familiar nas grandes companhias.

Vale frisar que os pontos principais que segregam um do outro é o objetivo das companhias e a estrutura de propriedade, tendo em vista que no sistema outsiders seu foco consiste na maximização da riqueza para os acionistas (*shareholder oriented*) e estrutura acionária é dispersa, tendo seus sócios ausentes nas operações diárias.

Quanto ao sistema insiders, seu objetivo manifesta-se em considerar interesses não somente dos acionistas, do mesmo modo que credores, fornecedores e funcionários (stakeholder oriented) e sua composição acionária é mais concentrada, tendo em seus negócios uma participação ativa dos sócios nas operações diárias da entidade. Para Silveira (2010) nas demais partes do mundo, o modelo de governança aplicado possui as seguintes peculiaridades:

- Forte atuação de companhias sob controle familiar, o que constitui blocos de controle;
- Os Investimentos das companhias são principalmente financiados por bancos estatais;
- Maiores obstáculos na obtenção de capital externo, tendo quase todos os investimentos oriundos de financiamentos de recursos internos;
- “Regras do jogo”, ou seja, do mercado frágeis e inseguras; e
- Falta de leis e regulamentos que assegurem direitos aos acionistas não controladores e aos credores.

Silva (2006) ressalta que não se encontra mais nenhum modelo sendo executados de forma pura no mercado, pois a competitividade não mais permite. O supra citado autor entende que o importante, apesar das divergências históricas, culturais e legais, é que os sistemas sejam eficientes e cumpram a eficiência desejada em cada modelo, respeitando os traços culturais, econômicos e históricos de cada nação.

2.6 Governança Corporativa no Brasil

Apesar do seu crescente desenvolvimento, a boa governança no Brasil ainda pode ser considerada recente, resultado da expansão do mercado de capitais brasileiro e do fortalecimento da economia nos últimos anos. O cenário empresarial brasileiro ficou marcado pelas mudanças globais político-ideológicas, assim como, as de ordem econômica que nasceram no decorrer da década de 1980 e se consolidaram na década de 1990 (MAGALHÃES, 2007).

A conjuntura do mercado de capitais brasileiro passou por profundas modificações, uma vez que, durante o século XX teve sua atuação limitada no financiamento das companhias brasileiras, sendo substituído pelas atividades econômicas estatais. Dessa maneira, o país ficou marcado por ter uma economia fechada, o que desestimulou a competição empresarial, os investimentos e a inovação das empresas. Como resultado, tivemos a criação e manutenção de um *establishment* corporativo tripartite composto por empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados familiares (SILVEIRA 2010).

Em paralelo, o governo criou vários incentivos no sentido de promover o crescimento do mercado de ações durante as décadas de 1970 e início de 1980, o primordial foi o chamado Fundo 157, um incentivo fiscal que dava aos contribuintes a opção de utilizar parte do imposto de renda devido para compra de fundos de ações (SILVEIRA 2010).

Torna-se importante frisar o momento histórico anterior ao estudo das boas práticas de governança no Brasil, já que ficou marcado por mudanças significativas tanto na economia quanto nas companhias brasileiras. Segundo Rossetti e Andrade (2011) as transformações ocorridas foram impulsionadas por uma tendência global que iniciaram na passagem da década de 1970 para a de 1980 e eclodiu na década de 1990.

Silva (2006) especificando as mudanças ocorridas relata que a abertura da economia brasileira, o aumento dos investimentos no país, o processo de privatização das estatais e o acréscimo de companhias com acesso aos mercados internacionais, foram importantes para a evolução das boas práticas de governança na última década.

Rossetti e Andrade (2011) sustentam que a repercussão das transformações ocorridas provocaram uma revisão das instituições, dos fundamentos políticos e da orientação da estratégia nacional, e implicou numa reengenharia dos negócios, com os seguintes movimentos:

- Privatizações; desestimulou-se o fortalecimento do Estado-empresário: de seu crescimento, nos anos 70 e 80, para o seu desengajamento, nos anos 90.
- Queda de barreiras de entrada; os obstáculos que existiam impedindo o ingresso de capitais estrangeiros no país foram praticamente superados com o aumento da participação brasileira nos fluxos mundiais de investidores estrangeiros em países emergentes.
- Fusões e aquisições; entre 1990 e 2009 ocorreram mais de 6.725 transações, com média anual de 334, equivalente a mais de um negócio fechado por dia útil.

- Abertura de mercados; diminuição expressiva dos mecanismos tradicionais de proteção tarifária.
- *Trade-off* abertura-productividade, favoreceu a abertura de mercados, as privatizações, o ciclo de fusões e aquisições e o aumento contínuo da produtividade empresarial.

Ante as considerações, verifica-se que os ajustes realizados tanto na economia, quanto nas companhias brasileiras e a criação de diversos incentivos fiscais, estimularam o crescimento do mercado de capitais brasileiro, aumentando número de companhias listadas na bolsa de valores, fazendo que elas comecem a aperfeiçoar a gestão.

Silveira (2010) relava que no país tiveram marcos e iniciativas para a implantação da boa governança, são eles:

- Em 1999, lançamento por meio do IBCG do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, principal documento que o debate sobre o tema no país.
- Em 2000, estudo conduzido pelo Banco Mundial com o apoio da consultoria *McKinsey*, ganhou notoriedade no mundo empresarial local, em virtude de indicar que investidores estariam dispostos a pagar um prêmio substancial por ações de companhias com maior transparência e prestação de contas. No mesmo ano, teve início a mesa-redonda latino-americana de governança corporativa, tal evento anual foi custeado pelo *International Finance Corporation* (IFC - braço financeiro do Banco Mundial) e Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) com o foco de elevar o padrão de governança corporativa da região.
- Novamente em 2000, a governança corporativa ganhou uma nova dimensão no Brasil, com a apresentação pela Bovespa dos segmentos especiais de listagem; Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os segmentos estão escalonados em ordem crescente de exigência em relação às boas práticas de governança, e visavam segmentar as empresas em função do nível de adesão a boa governança.
- Em 2001, alteração na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001), introduziu diversos direitos aos acionistas minoritários, com destaque parcial do direito de *tag along* para os acionistas não controladores.

- Em 2002, a CVM publicou sua cartilha de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”. Mais uma vez em 2002, as companhias CCR Rodovias e Sabespe ingressaram primeiramente no Novo Mercado da Bovespa.
- Em 2006, foi dada a primeira tentativa de aquisição hostil no Brasil, porém fracassada foi à tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia em julho daquele ano.
- Em 2008, diversas firmas que participaram da onda de IPOS apresentaram sérios problemas de governança, com ênfase o caso da Agrenco. Ainda em 2008, diversas companhias tradicionais, dentre as quais, Sadia e Aracruz sofreram significativas perdas com derivativos, em razão das falhas de governança.

Cabe expor que em 2009 o IBGC publica a 4ª edição seu principal documento, chamado “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, no qual a entidade divulga recomendações de boas práticas de governança, objetivando auxiliar na evolução das boas práticas nas companhias e demais entidades atuantes no país. As recomendações expostas são resultado de análise e estudo do IBGC de referências legais, regulatórias, acadêmicas e práticas, nacionais e internacionais, que abordam governança corporativa, assim como, do conhecimento de entidades estatais, de mercado, associação de classe, de profissionais, além de pessoas que se dedicam ao estudo do tema e de entidades internacionais (IBGC, 2004).

Desta maneira, infere-se que o estudo da governança no Brasil passou a ter maior amplitude e relevância diante dos fatos narrados, seu apogeu é visto na virada do século XX, promoveu uma nova forma de governar as entidades, o que as tornam mais transparentes e atrativas perante investidores, já que começam a adotar as boas práticas de governança.

A criação no ano 2000 dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa tem sido um importante passo para satisfazer as demandas por melhores padrões de governança nas sociedades brasileiras e tem por missão negociar papéis corporativos de empresas que aderem as boas práticas de governança de forma voluntária (ROSSETTI; ANDRADE, 2011; SILVA, 2006). É necessário relatar o cenário da origem dos segmentos da bovespa, período marcado por deficiências no mercado acionário, ausência de transparência, assim como, proteção aos acionistas não controladores. Isto posto, tais segmentos nasceram quando percebeu-se que para o crescimento do mercado de capitais brasileiro seria preciso ter níveis de boa governança adequados as peculiaridades de cada companhia (BM&FBOVESPA, 2011).

A permissão para que as companhias negociem seus papéis em qualquer nível , dependerá do grau de comprometimento com as boas práticas de governança corporativa, as quais possuem exigências que vão além da legislação vigente (SILVA, 2006; VENTURA 2013).

Serão consideradas companhias do Nível 1, as que adotarem as seguintes condições, conforme, (ROSSETTI; ANDRADE, 2011):

- Free-float, manter em circulação no mínimo 25% das ações;
- Informações adicionais, além de cumprir as obrigações dadas por lei, aumentar as informações prestadas ao mercado, como o balanço patrimonial, fluxo de caixa consolidado, bem como mostrar os detentores das ações da companhia;
- Dispersão, promover ofertas públicas de ações que tenham finalidade de segmentação do capital acionário.
- Partes beneficiárias, não emitir e nem ao menos manter em circulação.
- *Disclosure*, obedecer às regras de *disclosure* quando operação da companhia envolva a venda de ativos e seus controladores.
- Subsídios para análise, quando na oferta pública de ações, fornecer todas as informações possíveis sobre a operação, inclusive fatores de risco dos negócios na empresa.
- Posições acionárias, qualquer acionista que detenha pelo menos 5% do capital votante, poderá fazer abertura acionária;
- Acordos de acionistas deve-se divulgar amplamente tais acordos, para que sejam entendidos por seus controladores;
- *Stock options*, divulgar programas de opções de compra de ações propostas a aos gestores;
- Negócios com ações, divulgar mensalmente as operações efetuadas por gestores, controladores e conselheiros fiscais, no que se refere a ações da companhia.
- Reunião pública, elaborar pelo menos uma reunião pública com especialistas de mercado, com o objetivo de expor a situação econômico-financeira, planos e projetos da companhia.

- Calendário anual, fornecer ao mercado datas importantes de eventos corporativos, como assembleia e reuniões de divulgação do desempenho.
- Sanções, evidenciar as sociedades que sofreram alguma penalidade por parte da Bovespa.

A BM&FBOVESPA (2011), mesmo assim, requer que as empresas listadas nesse nível realizem:

- Solicitação do registro para negociar seus papéis na BM&FBOVESPA;
- Atualização do registro junto a CVM como companhia aberta que faz negociações de suas ações ordinárias e/ou preferenciais;
- Inscrição dos Termos de Anuência dos Administradores devidamente assinados na BM&FBOVESPA.

Quanto ao Nível 2 nota-se que as companhias e seus controladores exercem com maior intensidade um conjunto de direitos aos sócios não controladores, tal como, a boa governança. A BM&FBOVESPA (2011) solicita o cumprimento de todas as exigências do Nível 1e, as seguintes:

- Divulgar os demonstrativos contábeis com base em padrões internacionais (U.S. GAAP ou IASB);
- Conselho de administração composto por no mínimo cinco membros e mandato unificado de no máximo dois anos, sendo permitida a reeleição, formado por, pelo menos, 20% de conselheiros independentes;
- Em decisões relevantes (fusão, cisão da companhia) conceder direito de voto as acionistas preferenciais;
- Estender aos acionistas possuidores de ações ordinárias, as mesmas condições conquistadas pelos controladores pela venda do controle da sociedade e de, no mínimo, 80% desse valor aos proprietários das ações sem direito a voto;
- Preparar uma oferta pública de compra das ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas situações de fechamento do capital ou quando do cancelamento do registro de negociação no nível 2;

- Concordar com a câmara de arbitragem do mercado para solução de conflitos corporativos;

Rossetti e Andrade (2011) reiteram o dever das entidades em cumprirem todas as exigências citadas, e as seguintes para esse nível intermediário:

- Fechamento de capital, oferta pública para compra das ações em circulação, tendo por base o valor econômico da empresa, definido por entidade especializada, escolhida pela Assembleia Geral, de uma lista tríplex apontada pelo conselho de administração.
- Controle difuso, em sociedades em que o controle não é exercido por um único sócio controlador formalmente, a Bovespa será a encarregada de administrar o procedimento de oferta pública de negociação das ações para a saída desse segmento.

O Novo Mercado é voltado para as firmas que buscam abrir seu capital, ele representa o nível mais elevado de transparência de informações e aplicação das boas práticas de governança. Para a BM&FBOVESPA companhias que caso queiram enquadramento nesse segmento devem cumprir as determinações dos níveis 1 e 2, e seguintes:

- As companhias devem apenas emitir ações que dão direito à voto, ou seja, ações ordinárias;
- *Tag along*, em eventual venda do controle acionário, o comprador ofertará aos demais acionistas, mantendo as mesmas condições de tratamento dado ao grupo controlador.

A BM&FBOVESPA (2011) exige ainda das companhias a prática dos seguintes quesitos:

- Assinatura em conjunto com o acionista controlador, quando houver, do contrato de participação no Novo Mercado;
- Não possuir parte beneficiárias;
- Inscrição na BM&FBOVESPA dos termos de anuência dos administradores e membros do conselho fiscal devidamente assinados.

Todas as exigências a serem adotadas pelas companhias que desejam inserir-se em qualquer dos níveis, visam à maximização dos direitos dos acionistas, maior qualidade das informações prestadas e garantir que a resolução dos conflitos sejam resolvidos por meio de uma alternativa mais ágil e especializada (Câmara de Arbitragem). Assim investidores se certificarão dos seus direitos como sócios minoritários, da valorização de suas ações, bem

como da maior transparência nas informações, o que promove confiabilidade (VENTURA 2013).

Diante do exposto, sabe-se que a participação em qualquer dos níveis tem o intuito de tornar as companhias mais transparentes e melhor gerenciadas o que facilitará os investidores em suas tomadas de decisões. Dessa forma, entidades que se adaptam as exigências do Nível 1 favorecem a dispersão e o acesso as informações pelos investidores. As que aderirem ao Nível 2 darão maior proteção aos acionistas minoritários, tendo em vista que em decisões relevantes será concedido direito de voto aos sócios não controladores. E por fim, o Novo Mercado, conduz as companhias ao mais elevado padrão de governança corporativa e a abertura de seus papéis em bolsas de valores pelo mundo.

2.6.1 O Problema Básico da Governança Corporativa e a Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras

O movimento da boa governança no país teve ultimamente considerável desenvolvimento, contudo, por ser ainda recente, não fornece às companhias conselheiros qualificados para o cargo e dispostos a exercer a sua função legal. Essa imperfeição tem contribuído para a ocorrência de problemas e insucessos nas entidades. Tal fato ocasiona abuso de poder do acionista controlador face aos minoritários, bem como erros estratégicos motivados pela concentração de domínio numa só pessoa ou, até mesmo, fraude estimulada pelo uso de informação privilegiada em benefício próprio (OLIVEIRA *et al*, 2004; SILVA 2006).

Conforme dispõe Silveira (2002), a concentração de propriedade (domínio das ações ordinárias) e do controle (tomada de decisão) das companhias, acrescida à fraca proteção legal dada aos acionistas minoritários formam o tripé do principal conflito de interesses no país que se dá entre os sócios controladores e minoritários, diferentemente nos países anglo-saxão, pois seu conflito de agência é caracterizado entre acionistas e gestores, devido à estrutura de propriedade pulverizada.

Verifica-se então, uma sobreposição de interesses dos controladores face aos minoritários. Diante da estrutura de propriedade adotada e a falta de proteção legal, gestores podem tomar decisões que vão de encontro aos interesses dos não controladores, como realizar investimentos que priorizem seus rendimentos, o que caracteriza o conflito de agência das companhias brasileiras.

Okimura (2002) relewa que a principal orientação da CVM quanto à estrutura de propriedade das firmas abertas é a de não aumentar a proporção das ações sem direito a voto acima do limite de 50%, que foi exigido pela Lei 10.303/01, para as sociedades de capital aberto de seu capital representado por ações preferenciais, para as sociedades abertas que já tenham percentual superior a 50% de seu capital representado por ações preferenciais, tendo em vista que o limite de 50% só é permitido para as novas companhias que optem abrir seu capital. O mesmo autor explica que o objetivo da CVM é estimular as companhias a possuírem seu capital constituído por ações ordinárias.

Apesar da atuação de órgãos reguladores do mercado, com a publicação de recomendações por melhores práticas de governança, o estudo da Mckingsey & Company, Korn/Ferry (2001), realizado no Brasil, confirma a concentração acionária nas companhias e a expropriação dos gestores majoritários em detrimento dos sócios não controladores e, ainda, demonstra que:

- As companhias são geridas por familiares ou por controle compartilhado de multinacionais (poucos investidores);
- Alta concentração de propriedade;
- Falta de reconhecimentos dos interesses dos sócios minoritários;
- Acionistas não controladores pouco ativos; e
- Sobreposição entre propriedade e controle executivo.

Leal, Silva e Valadares (2002) pesquisaram a estrutura de controle e propriedade de 255 companhias brasileiras de capital aberto, listadas na BOVESPA, no final de 1998. Seus resultados mostram uma forte concentração de ações ordinárias em 1998, ainda na situação de não haver um único acionista controlador, o maior sócio dispõe de significativa participação dos direitos sobre o voto e a empresa é usualmente gerida por seus três maiores sócios.

Dutra e Saito (2002) tiveram o propósito de identificar as características dos conselhos de administração de 142 empresas listadas na Bolsa de São Paulo com base nos dados do encerramento do exercício de 1999. O resultado da pesquisa revela que os conselhos de administração são principalmente constituídos por representantes dos controladores (49%), o que impulsiona menor participação de profissionais independentes (21%), mostrou

também indícios de baixa utilização dos mecanismos de voto à disposição dos não controladores.

Campos (2006) buscou avaliar em que medida a estrutura de propriedade afeta o desempenho das companhias, baseado em dados amostrais de 136 empresas no período entre 1998 e 2001, verificou que existe forte concentração de propriedade primordialmente a partir dos três maiores controladores, grupo que detinha em média no período analisado, 81,39% da totalidade das ações, o que representa um número restrito de sócios que detém a maior parte do capital votante.

Okimura (2002) reitera que os controladores podem expropriar o fluxo de caixa da companhia de várias formas, dentre elas o aumento considerável de seus salários, a autonegação em cargos de direção e posições no conselho para si próprios ou para familiares, mesmo sem a devida qualificação.

Estudos mais recentes que envolvem estrutura de propriedade e controle ainda apontam existir uma concentração de propriedade nas companhias, porém observa-se que esta conjuntura ao passar dos anos vem sendo modificada. Destaca-se como determinante para essas mudanças todo esforço realizado no sentido da aplicação das boas práticas de governança, como a abertura e participação das companhias no mercado internacional, o nascimento órgãos e publicação de documentos relacionados à boa governança.

Canellas e Leal (2009) estudaram a evolução da concentração de controle e de propriedade direta e indireta com os cinco maiores sócios de companhias listadas na bolsa de valores do Brasil, no período compreendido entre 2004 e 2006. O resultado mostra uma maior dispersão do controle direto, principalmente nas firmas que aderiram ao Novo Mercado, porém os percentuais de participação do maior acionista nas ações ordinárias, tanto direta quanto indiretamente, permanecem acima de 50%.

Balassiano (2012) analisou a estrutura de propriedade de capital e de votos nas companhias de capital aberto no Brasil, no período de 2009 e 2010. O resultado confirma a hipótese de que a composição acionária das empresas de capital aberto é concentrada, essencialmente em ações ordinárias (média de 51,95%, e mediana de 51,20% em 2009 e 47,16 % e 51,70 em 2010) e mostra em várias ocasiões uma distância considerável entre o poder de voto e o poder de fluxo de caixa dos controladores. Sendo assim, conclui-se que o problema de agência no Brasil é caracterizado pelo conflito principal X principal, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos e na Inglaterra, pois é entre gestores e sócios.

Garcia e Martins (2014) estudaram as relações entre as estruturas de propriedade e de controle e o desempenho financeiro de 332 empresas não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2008 e 2012. Os resultados indicam que tanto a propriedade como o controle são concentrados, e que é mais visível a concentração de controle do que a de propriedade. Contudo, segundo eles, ressalta-se uma mudança de cenário a respeito da concentração de propriedade, pois ao longo dos anos o ingresso de novos investidores tem diluído a concentração de propriedade e controle.

2.7 Indicadores Econômico-Financeiros

Ludícibus (2010) ressalta que a análise de balanços atinge seu ápice quando calcula e avalia o significado dos índices, principalmente quando relaciona itens e grupos do balanço patrimonial e da demonstração do resultado. Assim, percebe-se sua significativa colaboração na tomada de decisões, tendo em vista que, objetiva primordialmente avaliar a performance econômico-financeira de uma entidade em determinado período anterior, para diagnosticar sua posição atual e gerar informações que servirão de base para a previsão de tendências futuras (ASSAF NETO, 2010).

Segundo Bortoluzzi (2011), o exame dos demonstrativos financeiros representa uma avaliação do desempenho econômico-financeiro, com o propósito de fornecer aos administradores informações que os ajudem no processo de tomada de decisão.

Camargos e Barbosa (2005) asseguram que dentre as muitas técnicas apontadas pela literatura especializada para análise do desempenho de uma empresa, a análise de indicadores econômico-financeiros compreende uma técnica que utiliza os demonstrativos contábeis como base de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores, pelos quais se analisa a evolução da performance econômico-financeira da entidade, assim como projeções de possíveis resultados futuros.

Para uma melhor compreensão de tal análise faz-se necessário elucidar o quem vem ser a perspectiva econômica e financeira. Segundo Adamowicz *et al.* (2002), a análise econômica está relacionada ao exame do patrimônio líquido e do lucro ou prejuízo, enquanto a análise financeira volta-se a estudar as disponibilidades face as suas obrigações.

Com o emprego dessa técnica busca-se obter informações que vão desde o aspecto financeiro até o econômico, assim conseguiu-se ter conhecimento do poder de pagamento da

empresa face as suas obrigações; saber como a organização financia suas atividades, se a maior parte do capital é de terceiros ou dos proprietários e conhecer a eficiência dos recursos aplicados.

Conforme Matarazzo (2010) o estudo dos demonstrativos contábeis subdivide-se em: Análise da Situação Financeira e Análise da Situação Econômica. Esta enfatiza o aspecto da rentabilidade da empresa, aquela enfoca a situação financeira e divide-se em quocientes de estrutura de capital e de liquidez.

Os indicadores de liquidez são aplicados quando se quer conhecer a capacidade de pagamento da entidade, assim aferir se ela tem porte para cobrir seus passivos. Quanto aos de estrutura de capital, ele mede a segurança da entidade frente aos capitais de terceiros; a alocação dos recursos nos itens do ativo, bem como mostra quais capitais a empresa mais utiliza, se de terceiros ou dos sócios (ADAMOWICZ *et al*, 2002 ; MARION 2012). Quanto aos de rentabilidade, adota-se quando pretende-se avaliar o grau de êxito econômico da empresa, o rendimento dos capitais investidos, por exemplo, o retorno da empresa comparado ao ativo total (ROA) ou ao patrimônio líquido (ROE) (KASSAI, 2002; MATARAZZO, 2010).

Para os indicadores de liquidez, os selecionados foram liquidez geral e corrente, este obtido pela fração do ativo circulante pelo passivo circulante e aquele pela razão do ativo circulante acrescido do realizável a longo prazo, pelo passivo circulante somado com o exigível a longo prazo. Assaf Neto (2010) certifica que o resultado da liquidez geral indica a empresa quanto ela possui de bens e direitos no curto e longo prazo para fazer face a cada R\$ 1,00 de obrigações no mesmo período. Com relação à liquidez corrente, o citado autor diz que o resultado indica quanto à entidade possui de ativo circulante para cobrir cada R\$ 1,00 de dívida no curto prazo. A interpretação de ambos é que quanto maior, melhor.

Os indicadores de estrutura de capital escolhidos são os de participação de capital de terceiros e composição do endividamento, este é o resultado da divisão entre o passivo circulante e o capital de terceiros multiplicado por 100, o outro é o quociente dos capitais de terceiros com o patrimônio líquido multiplicado por 100. O resultante do índice de participação de terceiros revela o total que a empresa tomou de capitais de terceiros para cada R\$ 100,00 de capital próprio aplicado. Com relação ao indicador composição do endividamento, ele evidencia o percentual de passivos a curto prazo face as obrigações totais. Contrariando a interpretação dos indicadores de liquidez, estes quanto menor, melhor (MATARAZZO, 2010).

Quanto aos índices de rentabilidade, optou-se em adotar o de rentabilidade sobre o ativo (ROA) e o de rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE), este para ser obtido basta-se calcular o lucro líquido sobre o patrimônio líquido multiplicado por 100; aquele seu resultado provém da divisão do lucro líquido sobre o ativo total multiplicado por 100. O ROA mostrará quanto à entidade ganhará de lucro para cada R\$ 100,00 de investimento total, enquanto o ROE evidenciará o total que a companhia obteve para cada R\$ 100,00 de recursos próprios aplicados. Ao tratarmos do ROA e do ROE, sua interpretação será igual a dos índices de liquidez e o oposto dos de estrutura de capital, ou seja, quanto maior, melhor (MATARAZZO, 2010).

3 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 Análise das Técnicas da Estatística Descritiva

Para uma melhor compreensão desta pesquisa, optou-se pela realização de uma breve análise das técnicas da estatística descritiva de todos os indicadores econômico-financeiros das empresas que estão no grupo de governança e não governança no período de 2010 à 2013. A tabela 1 mostra os indicadores econômico-financeiros das companhias que adotam a boa governança para o ano de 2010.

Tabela 1 -Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2010

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	117	78.40	18.61	-6.7	199.3
ROE	117	23.88	90.75	-27.1	985.9
LG	117	1.19	7.81	1	5.6
LC	117	2.02	1.03	4	5.9
CE	117	31.33	21.30	0	100
PCT	117	152.22	151.73	16.55	1321.59

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Percebe-se que a rentabilidade sobre o ativo (ROA), que representa o quanto a entidade obtém de lucro para cada R\$ 100 investidos, para o ano de 2010 teve seu valor mínimo de -6,7 e máximo de 199,3, o índice de participação de capitais de terceiros, que ficou em 152.22, este índice mostra o quanto a empresa captou de terceiros para cada R\$ 100 de capital próprio, ele tem seu entendimento de que quanto menor, melhor. Na tabela seguinte, tabela 2, vê-se os indicadores econômico-financeiros do ano de 2010, sendo que do grupo de não governança.

Tabela 2- Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2010

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	16	62.12	6.17	-1.1	24.1
ROE	16	14.91	13.04	-4.1	48.6
LG	16	1.13	4.49	2	2.2
LC	16	2.28	1.92	5	8.4
CE	16	26.66	22.21	3.5	83.9
PCT	16	138.83	94.91	3.5	396.83

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Verifica-se que o retorno sobre o patrimônio líquido, o ROE, no ano de 2010 teve sua média em 14.91 e seu valor máximo em 48.6. Os índices de composição do endividamento e

participação do capital de terceiros para este ano tiveram o mesmo valor 3.5. A liquidez corrente, que nos informa quanto à entidade possui de bens no curto prazo para quitar obrigações no curto teve desvio padrão de 1.92. Na tabela a seguir, tabela 3, mostra-se as entidades que no ano de 2011 estavam listadas no grupo da boa governança.

Tabela 3 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2011

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	100	61.45	13.47	-15.2	93
ROE	100	13.28	34.21	-28.5	316.9
LG	100	1.165	99.71	2	7.5
LC	100	1.953	1.00	5	7.9
CE	100	31.961	23.91	0	100
PCT2011	100	158.55	120.51	13.5857	603.56

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Neste ano constata-se que foram observadas 100 empresas do grupo governança e que o índice de participação de terceiros apresentou em seu valor máximo 603. 56, a rentabilidade sobre o ativo, o ROE, apresentou média de 61.45 e desvio padrão de 13.47. O índice de liquidez geral apresentou média de 1.16 e desvio padrão de 99.71. A tabela 4 abaixo evidencia a estatística descritiva das companhias do grupo não governança para o ano de 2011.

Tabela 4 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2011

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	33	46.51	6.12	-7.1	26.8
ROE	33	10.47	14.11	-29.3	48
LG	33	2.02	46.35	.3	2.2
LC	33	1.52	67.26	.5	2.9
CE	33	33.80	16.87	7.5	70.6
PCT	33	174.49	109.24	46.25	493.92

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Diante dos resultados de 2011, nota-se que o índice de liquidez geral, que representa quanto a empresa tem de bens e direitos no curto e longo prazo para quitar suas obrigações também no curto e longo prazo, teve média de 2.02 e desvio padrão de 46.35, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido teve média de 10.47 e valor máximo de 48, o índice de participação de capitais de terceiros teve um valor mínimo de 46.45 e máximo de 493.92. A tabela 5 mostra os resultados das companhias do grupo governança para o ano 2012.

Tabela 5 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2012

Variáveis	Obsevações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	93	41.12	7	-18	51.8
ROE	93	8.76	19	-58.1	106.2
LG	93	1.13	8.81	4	6.1
LC	93	1.90	8.58	2	5.1
CE	93	33.89	24.70	1	100
PCT	93	181.36	140.93	17.2961	800.63

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

No ano de 2012, 93 companhias compreendiam o grupo de governança, o índice de participação de terceiros teve seu valor máximo 800.63 e média de 181.36. A rentabilidade sobre o ativo teve média de 41.12 e desvio padrão de 7. A respeito do índice de composição do endividamento, que informa o percentual de obrigações a curto prazo face as dívidas totais, teve média de 33.89 e valor máximo de 100. Na tabela 6

Tabela 6 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2012

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	40	3.09	6.76	-16.8	16
ROE	40	55.02	25.13	-103	67.4
LG	40	9.17	5.52	1	2.6
LC	40	1.61	9.89	5	5.8
CE	40	30.41	19.81	3.1	80.8
PCT	40	207.77	207.12	42.15	1131.81

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Diante dos resultados de 2012, nota-se que 40 empresas não estavam listadas em nenhum dos níveis diferenciados de governança corporativa, ou seja, são do grupo não governança. A liquidez corrente teve sua média em 1.61, o índice de composição do endividamento teve seu valor máximo de 80.8, o retorno sobre o patrimônio líquido obteve média de 55.02, desvio padrão de 25.13 e valor máximo de 67.4. A tabela 7 evidencia os resultados das técnicas de estatística descritiva para as companhias que são do grupo governança.

Tabela 7 - Estatística descritiva das empresas que adotam governança corporativa em 2013

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	91	4.550549	9.976443	-14.2	80.3
ROE	91	8.46044	24.32331	-63.9	153.2
LG	91	1.097802	9032015	2	6.7
LC	91	2.235165	3.430658	3	33.4
CE	91	28.9989	21.528	0	100
PCT	91	194.7689	218.3017	14.57	1.685.07

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

No ano de 2012, 91 companhias adotavam a boa governança e a rentabilidade sobre o ativo teve seu valor máximo de 80.3, o índice de rentabilidade sobre o patrimônio líquido revela

quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de capital próprio investido, obteve valor máximo de 153.2, o índice de participação de capital de terceiros seu valor mínimo foi de 14.57 e máximo de 1.685. 07. Por fim, a tabela 8 demonstra os valores das empresas que não adotam as boas práticas de governança no ano de 2013.

Tabela 8 - Estatística descritiva das empresas que não adotam governança corporativa em 2013

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
ROA	42	28.16	5.94	-7.6	20.7
ROE	42	32.69	23.49	-74.3	68.5
LG	42	1.06	6.73	2	3.3
LC	42	1.77	8.79	6	4
CE	42	29.27	22.31	3.9	81.5
PCT	42	279.62	485.62	35.01	3.072.00

Fonte: Dados da pesquisa, 2015.

Diante dos resultados de 2013, infere-se que 42 companhias pertenceram ao grupo de não governança, o índice de participação de terceiros teve desvio padrão de 485.62, a liquidez geral teve valor mínimo de 2 e máximo de 3.3 e a liquidez corrente valor mínimo de 6.

3.2 Análise do Teste t para Duas Amostras Independentes

A tabela 9 evidencia o quantitativo das empresas que estão classificadas nos grupos de governança e não governança durante o período de 2010 à 2013. Nota-se que o grupo de governança no decorrer do período analisado sofre um decréscimo em seu número de empresas, pois na comparação dos anos de 2011 com o de 2010, houve uma queda de 14,50%, comparando-se o ano de 2012 com o de 2010, outra redução de 20,51% e na comparação do ano 2013 com o de 2010, outro decréscimo de 22,22%.

Diferentemente, as companhias do grupo não governança no período sob análise aumentaram seu quantitativo de empresas, haja vista que comparando-se o ano de 2011 com o de 2010 nota-se um acréscimos de 106,25%, na comparação do ano de 2012 com o de 2010, percebe-se um aumento de 150%, por fim no confronto entre os anos de 2013 e o de 2010, outro acréscimo de 162,5%.

Tabela 9 - Distribuição das companhias que adotam e não adotam governança corporativa de 2010 à 2013.

	2010	2011	2012	2013
Governança	117	100	93	91
Não Governança	16	33	40	42

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

As tabelas seguintes demonstram os resultados do test t para duas amostras independentes no período de 2010 à 2013.

Tabela 10 - Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2010

GRUPOS	ROA		ROE		LG		LC		PCT		CE	
	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.
Governança												
Não Governança	0,483	igual	0,320	igual	0,066	igual	0,602	igual	0,631	igual	0,43	igual

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

Diante dos resultados da tabela 10, percebe-se que nenhum indicador apresentou diferenças significativas, dessa forma infere-se que as empresas listadas no grupo governança não tiveram desempenho econômico-financeiro superior em relação as companhias do grupo não governança. Na tabela 11 são evidenciados os resultados de 2011.

Tabela 11 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2011

GRUPOS	ROA		ROE		LG		LC		PCT		CE	
	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.
Governança												
Não Governança	0,386	igual	0,505	igual	0,26	igual	0,006	diferente	0,481	igual	0,628	igual

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

O único indicador que apresentou diferença significativa foi o de liquidez corrente, tendo em vista que rejeitou-se a hipótese nula, assim sendo pode-se afirmar que as companhias do grupo governança possuem uma liquidez corrente melhor do que as companhias do grupo não governança. Quanto aos demais indicadores aceitou-se a hipótese nula, então se afirma que os indicadores ROA, ROE, LG, PCT e CE não são diferentes entre as companhias do grupo governança e não governança. A tabela 12 mostra os resultados do ano de 2012.

Tabela 12 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2012

GRUPOS	ROA		ROE		LG		LC		PCT		CE	
	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.
Governança												
Não	0,454	Igual	0,467	igual	0,089	igual	0,112	igual	0,464		0,392	igual
Governança												

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

Igualmente ao ano de 2010, os indicadores de 2011 tiveram sua hipótese nula aceita, então pode-se afirmar que os índices das empresas das empresas que adotam a boa governança e das que não adotam foram iguais. Na tabela 13 demonstra-se os resultados do ano 2013.

Tabela 13 Resultado do teste t para duas amostras independentes para o ano 2013

GRUPOS	ROA		ROE		LG		LC		PCT		CE	
	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.	sig.	resut.
Governança												
Não	0,215	igual	0,244	igual	0,799	igual	0,232	igual	0,284	igual	0,946	igual
Governança												

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

Diante dos resultados de 2013, nota-se os mesmos resultados dos anos de 2010 e 2012, ou seja, as empresas listadas no grupo governança não tiveram desempenho econômico-financeiro superior em relação as companhias do grupo não governança, então afirma-se que são iguais.

Verifica-se que no período de 2010 à 2013, os resultados do teste t para amostras independentes, com $\alpha = 5\%$, nos indicadores econômico-financeiros, em sua maioria, aceitam a hipótese de igualdade das médias.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho investigou se existe correlação positiva entre as boas práticas de governança e o desempenho econômico-financeiro das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Os resultados do test t para amostras independentes, em sua maioria aceita-se a hipótese de igualdade das médias, ou seja, no período analisado pode-se afirmar que não houveram diferenças significativas.

Percebe-se que somente um indicador do grupo de governança possui um desempenho superior em relação ao grupo de não governança. O índice de liquidez corrente do ano de 2011 teve sua hipótese nula rejeitada, dessa forma infere-se que a liquidez do grupo de governança não é igual ao do grupo de não governança.

A pesquisa de Fernandes, Dias e Cunha (2010), investigou se houve variações no desempenho das companhias com a entrada nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA no ano de 2007, seu resultado mostra que existe algumas variações durante o período, contudo o valor das companhias não tiveram alterações estatisticamente significativas. Infere-se que, as mudanças no desempenho e no valor das empresas não mudaram após a entrada nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Antunes e Costa (2007) revelam que as companhias ao aderirem aos níveis diferenciados de governança, buscam maximizar a liquidez das ações no mercado e não necessariamente a aplicação das boas práticas de governança.

Diante disso, nota-se que as empresas ao aderirem à boa governança devem buscar ao máximo utilizar suas regras, pois sua aplicação pela metade pode levar vários outros estudos a apresentar uma relação negativa entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro.

Dessa forma, a alegação de que existe superioridade das empresas que adotam governança quanto ao desempenho econômico-financeiro foi rejeitada.

Para pesquisas futuras sugere-se aumentar a quantidade de empresas ou outro critério diferenciador das empresas que adotam e não adotam governança corporativa.

REFERÊNCIAS

ADAMOWICZ, Elizabeth C.; BARBOZA, Angela Olandoski; SAMPAIO, Maria Eugênia de Carvalho e Silva. Reconhecimento de Padrões na Análise Econômico-Financeira de Empresas. **XXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Curitiba-PR, 2002. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002_TR62_0913.pdf > Acesso em 17 de fev. 2015.

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança corporativa: Um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ANTUNES, Gustavo A.; COSTA, Fábio M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. Encontro da associação nacional de pós-graduação e pesquisa em administração, Rio de Janeiro . **Anais ... ENANPAD**, XXXI. Rio de Janeiro : ANPAD, 2007. Disponível em : [http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/artigo%20\(fabio%20costa\).pdf](http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/artigo%20(fabio%20costa).pdf) . Acesso em 25 fev. 2015.

ARAGÃO. Lindenberg Araújo et al. Fatores motivacionais à adoção de melhores práticas de governança. **Associação Educacional Dom Bosco**. 2008. Disponível em: http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/229_229_Artigo%20%20Motivacoes.pdf . Acesso em 10 de ago 2014.

ARRUDA, Giovana Silva de; MADRUGA, Sérgio Rossi; FREITAS JUNIOR, Ney Izaguirry de. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2008. Disponível em:< <http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/view/570/430> > Acesso em 02 fev. 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BACKES, R. G. *et al.* Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 2, p. 59-73, ISSN 1984-882X, 2009. Disponível em:<<http://www.periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/9798/5419>. Acesso em 12 dez 2014.

BALASSIANO, Marcel Grillo. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. Dissertação (Mestrado em Administração), Escola de Administração Pública e de Empresa, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012 Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/9413/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Marcel%20Grillo%20Balassiano%20%28vers%C3%A3o%20final%29.pdf?sequence=1>> Acesso em 20 de jan. de 2015.

BM&FBOVESPA. **Nível 1 de governança corporativa**. 2011. Disponível em :< www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_Nivel1.pdf> Acesso em : 14 jan. 2014.

_____. **Nível 2 de governança corporativa**. 2011. Disponível em :< <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf> > Acesso em : 14 jan. 2014.

_____. **Novo mercado**. 2011. Disponível em : < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Novo-Mercado.pdf>> . Acesso em :14 jan. 2014.

BORTOLUZZI, César Sandro et al. Avaliação de desempenho econômico-financeiro : Uma proposta de integração de indicadores contábeis tradicionais por meio da metodologia multicritério de apoio à decisão construtiva (MCDA-C). **Revista Alcance** . v. 13, n 1, p 91-112, 2011.

BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. Disponível em: <<http://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/viewFile/2052/2052>> Acesso em 02 fev. 2015.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005. Disponível em: < <http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36520>> Acesso em 17 fev. 2015.

CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administra&ccdeil da Universidade de São Paulo**, v. 41, n. 4, 2006. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1211> Acesso em 20 jan. 2015.

CANELLAS, T. C.; LEAL, R. P. C. **Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006**. Ética, sustentabilidade e sociedade, p. 49-68, 2009. Disponível em: <http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/387_completo.pdf> Acesso em 20 jan. 2015

CICOGNA. Maria Paula Vieira. **Governança corporativa como sinalização**: Benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/cicogna-2007.pdf>>. Acesso em 27 jan. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Junho, 2002. Disponível em: <
<https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC8QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cvm.gov.br%2Fport%2Fpublic%2Fpubl%2Fcartilha%2Fcartilha.doc&ei=dEIFVL79HoHzgwTNIYHwBQ&usg=AFQjCNEv2YK1Af4AiN5sSVQs92IXesQfCQ&sig2=Kkf-6A8FJhRarUsMHj1duw>>. Acesso em: 12 ago. 2014.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002. Disponível em:
 <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S141565552002000200003&script=sci_arttext&tlng=pt>
 > Acesso em 15 jan. 2015.

FERNANDES, N. A. C; DIAS, W. de O; CUNHA, J.V. A. da. Governança corporativa no contexto brasileiro :um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. **Organizações em contexto**, n 11, 2010. Disponível em :<
<https://www.metodista.br/revistas/revistas-ims/index.php/OC/article/viewArticle/2679>> .
 Acesso em : 25fev. 2015.

FREUD. John E. **Estatística aplicada: a economia , administração e contabilidade**. 11 ed.Porto Alegre: Bookman, 2006

GARCIA, I. A. S; MARTINS, O. s. Estrutura de Propriedade e Controle e Desempenho das Empresas de Capital Aberto Não Financeiras no Brasil. **XI Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, 2014. Disponível em:
 <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos142014/264.pdf>> Acesso em 20 jan. 2015.

GONSALVES, Elisa Pereira. **Conservas sobre à pesquisa científica**. 5. ed. Campinas, São Paulo: Editora Alínea, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo, 2009. . Disponível em:
 < <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>>. Acesso em: 11 ago. 2014.

IUDÍCIBOS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

KASSAI, Sílvia. **Utilização da análise por envoltória de dados (DEA) na análise de demonstrações contábeis**. Diss. Universidade de São Paulo, 2002. Disponível em:
 <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-11122002-092458/en.php>> Acesso em 18 fev. 2015.

LA PORTA, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; & Vishny, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000659>> Acesso em 12 fev. 2015.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552002000100002&script=sci_arttext> Acesso em 18 fev. 2015.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 8, p. 209-231, 1997. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/Giacomo/arquivos/gov-corp/lethbridge-1997.pdf>> Acesso em 12 fev. 2015.

LOPES, Alexsandro. **Governança corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas brasileiras**. 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio Sinos, Programa de Pós-graduação, São Leopoldo, 2012. Disponível em: < <http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/000001/00000113.pdf>> Acesso em : 10 ago. 2014.

MACEDO, Marcelo A. S.; CORRAR, Luiz J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n.1, p. 42-61, jan./abr. 2012. Disponível em : <http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs/index.php/rcc/article/view/25258>. Acesso em 13 jan 2014.

MAGALHÃES, Letícia Vignoli Villela. **Governança corporativa : Sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da bolsa de valores de São Paulo**. Dissertação (Mestrado em Direito), Nova Lima, 2007. Disponível em : < http://www.mcampos.br/posgraduacao/mestrado/dissertacoes/2011/leticia_vignollivilelamagalhaesacaoexecucaofiscal.pdf>. Acesso em 20 fev. 2015.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista contabilidade e finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v17nspe/v17nspea06.pdf>> Acesso em 11 fev. 2015.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis**: contabilidade empresarial. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo : Atlas, 2010.

MCKINGSEY & COMPANY;KORN/FERRY. **Panorama de Governança corporativa no Brasil** . São Paulo: Mckingsey & Company; Korn/Ferry, 2001. Disponível em: < http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2014.

MOURA, FÁBIO VIANA de et al. **Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobras**. 2014. Disponível em: <<http://congressosp.fipecafi.org/web/artigos142014/316.pdf>> Acesso em 27 jan. 2015.

NASCIMENTO, Auster Moreira; BIANCHI, Marcia. **Um estudo sobre o papel da controladoria no processo de redução de conflitos de agência e de governança corporativa**. In: V Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. 2005. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos52005/245.pdf>> Acesso em 18 fev. 2015.

OLIVEIRA, Marcelle Colares, et al. **Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de Governança Corporativa na Transparência das Informações Evidenciadas por Empresas Brasileiras do Setor de Papel e Celulose**. 2004. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos42004/178.pdf>> Acesso em 09 jan. 2015.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das companhias no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/1239/tde-11122003-162833/>> Acesso em 28 ago. 2014.

PENHA, Roberto Silva da. Desempenho econômico financeiro das empresas com boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Congresso USP de controladoria e contabilidade**. 2013. São Paulo. Disponível em : http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos132013/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=588&titulo=Desempenho+econ%F4mico-financieiro+das+empresas+com+boas+pr%E1ticas+de+governan%E7a+corporativa+da+BM%26FBOVE. Acesso 10 set. 2014

PRESTES, M. L. M. **A pesquisa e a construção do conhecimento científico: do planejamento aos textos, da escola a academia**. 2. ed. São Paulo: Respel, 2003.

ROSSETTI José P.; ANDRADE Adriana. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/Giacomo/arquivos/gov-corp/siffertfilho-1998.pdf>> Acesso em 12 fev. 2015.

SHLEIFER; VISHNY. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. v 52, n 2, jun. 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. **Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.**

Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em : < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 10 dez. 2014.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade** : Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em : < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>> Acesso em 11 dez 2015.

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2006. Disponível < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-09012007-115112/pt-br.php>> Acesso em : 10 ago 2014.

VENTURA, Ana Flávia Albuquerque. **REMUNERAÇÃO EXECUTIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO**: Uma análise nas empresas listadas na BM&fbovespa. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte - (UnB/UFPB/UFRN), João Pessoa, 2013. Disponível em : < http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/13765/1/2013_AnaFlaviaAlbuquerqueVentura.pdf>. Acesso em 20 jan 2015.

ANEXOS

Anexo 1

Empresas listadas no nível 1 de governança corporativa

RAZÃO SOCIAL
ALPARGATAS S.A.
BCO PAN S.A.
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.
BCO BRADESCO S.A.
BRADESPAR S.A.
BRASKEM S.A.
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
FRAS-LE S.A.
GERDAU S.A.
METALURGICA GERDAU S.A.
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇÕES
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
MANGELS INDUSTRIAL S.A.
OI S.A.
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
PARANA BCO S.A.
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
VALE S.A.

Fonte: BM&FBOVESPA, 2015

Empresas listadas no nível 2 de governança corporativa

RAZÃO SOCIAL
BCO ABC BRASIL S.A.
ALUPAR INVESTIMENTO S/A
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.
CONTAX PARTICIPACOES S.A.
BCO DAYCOVAL S.A.
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
FORJAS TAURUS S.A.
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
BCO INDUSVAL S.A.
KLABIN S.A.
MARCOPOLO S.A.
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
BCO PINE S.A.
RENOVA ENERGIA S.A.
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
BCO SOFISA S.A.
SUL AMERICA S.A.
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
VIA VAREJO S.A.

Fonte: BM&FBOVESPA, 2015

Empresas listadas no nível 3 de governança corporativa (Novo Mercado)

RAZÃO SOCIAL
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A.
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.
GAEC EDUCAÇÃO S.A.
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.
ARTERIS S.A.
B2W - COMPANHIA DIGITAL
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.
BEMATECH S.A.
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP
BIOSEV S.A.
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
BRASIL PHARMA S.A.
BR PROPERTIES S.A.
BCO BRASIL S.A.
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
BRF S.A.
CCR S.A.
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS
CIA HERING
CIELO S.A.
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
COSAN LOGISTICA S.A.
CPFL ENERGIA S.A.
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
CSU CARDSYSTEM S.A.
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.
DURATEX S.A.
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.
EMBRAER S.A.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
ENEVA S.A

EQUATORIAL ENERGIA S.A.
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
ETERNIT S.A.
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.
FERTILIZANTES HERINGER S.A.
FIBRIA CELULOSE S.A.
FLEURY S.A.
GAFISA S.A.
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
GRENDENE S.A.
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.
HYPERMARCAS S.A.
IDEIASNET S.A.
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.
INDUSTRIAS ROMI S.A.
IOCHPE MAXION S.A.
JBS S.A.
JHSF PARTICIPACOES S.A.
JSL S.A.
KROTON EDUCACIONAL S.A.
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.
LIGHT S.A.
LINX S.A.
LOCALIZA RENT A CAR S.A.
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.
MARISA LOJAS S.A.
LOJAS RENNER S.A.
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.
LUPATECH S.A.
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
MAGAZINE LUIZA S.A.
MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.
MAHLE-METAL LEVE S.A.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.
MINERVA S.A.
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.
MULTIPLUS S.A.
NATURA COSMETICOS S.A.
ODONTOPREV S.A.

ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.
OSX BRASIL S.A.
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.
PARANAPANEMA S.A.
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES
PORTO SEGURO S.A.
PORTOBELLO S.A.
POSITIVO INFORMATICA S.A.
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO
PRUMO LOGÍSTICA S.A.
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.
QUALICORP S.A.
RAIA DROGASIL S.A.
RENAR MACAS S.A.
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.
ROSSI RESIDENCIAL S.A.
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
SAO MARTINHO S.A.
SER EDUCACIONAL S.A.
SONAE SIERRA BRASIL S.A.
SLC AGRICOLA S.A.
SMILES S.A.
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.
TARPON INVESTIMENTOS S.A.
TECHNOS S.A.
TECNISA S.A.
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.
TEMPO PARTICIPACOES S.A.
TEREOS INTERNACIONAL S.A.
TIM PARTICIPACOES S.A.
T4F ENTRETENIMENTO S.A.
TOTVS S.A.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.
TRISUL S.A.
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
TUPY S.A.
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.
VANGUARDA AGRO S.A.
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.
VIGOR ALIMENTOS S.A.
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.
WEG S.A.