



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE-UFCG  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS-CCJS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**



**EMERSON EDER ROLIM ABRANTES**

**A RELAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A  
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**SOUSA-PB  
2014**

**EMERSON EDER ROLIM ABRANTES**

**A RELAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A  
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Campina Grande (UFCG), como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientadora:** Professora Msc Ana Flávia Albuquerque Ventura

**SOUSA-PB  
2014**

**EMERSON EDER ROLIM ABRANTES**

**A RELAÇÃO ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A  
RENTABILIDADE DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada na forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do Curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da Universidade Federal de Campina Grande- PB, Campus Sousa.

**Monografia aprovada em:** 26 de março de 2014

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professora Msc Ana Flávia Albuquerque Ventura (UFCG).

---

Professor Msc Fabiano F. Batista (UFCG).

---

Professor Msc Flávio Lemenhe (UFCG).

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais Erenildo e Francisca (Lúcia), pelo exemplo de fé e perseverança, pela dedicação e incentivo aos meus estudos e pelos esforços realizados para concretização deste sonho.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus por ter me concedido a força para enfrentar todos os desafios e obstáculos.

Aos meus pais Erenildo e Francisca (Lúcia), pela educação e pelos valores ensinados que me fizeram chegar a esta etapa de minha vida.

Aos meus irmãos Francisco Ewerton e Francisca Luana, pelo apoio e confiança depositados em mim.

À minha esposa Juliana, pelo apoio, confiança, companheirismo e incentivo durante toda a minha jornada de estudos.

À minha sogra Francisca Holanda (Neile), pelo apoio, incentivo e contribuições aos meus estudos.

À minha avó Ivonildes (in memoriam) pelo exemplo de força, fé e perseverança e pelo incentivo nos meus estudos durante todo o período em que esteve comigo.

Às minhas tias, tios, primos e primas, pelo apoio, confiança e incentivo nos meus estudos e na minha vida.

À minha orientadora Ana Flávia e ao meu co-orientador Alan Sarmiento pela atenção, paciência e competência para comigo, principalmente pelas valiosas sugestões para meu conhecimento científico.

A todos os meus familiares, amigos e professores, que contribuíram direto e indiretamente no decorrer da realização deste trabalho.

*“A verdadeira viagem de descobrimento não consiste em procurar novas paisagens, mas em ter novos olhos”. (Marcel Proust)*

## RESUMO

A governança corporativa é um conjunto de práticas utilizadas para minimizar os conflitos de agência visando à maximização do empreendimento e o retorno esperado para os investidores. Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2012. Para atingir tal objetivo, procedeu-se com a discriminação das empresas por nível de governança, em seguida, por meio das demonstrações consolidadas, Balanço Patrimonial e a demonstração do resultado, foram obtidos os valores do ativo total, lucro disponível para os acionistas controladores e o patrimônio líquido dos acionistas controlados, para calcular os índices de rentabilidade: ROA e ROE. Após calculados os índices de rentabilidade foram calculadas, por nível de governança, as estatísticas: média, mediana, variância, desvio padrão e coeficiente de variação. Para verificar a existência de diferenças consideráveis entre as médias dos índices de rentabilidade por nível de governança corporativa foi utilizado o teste de hipótese de médias populacionais sendo formuladas as seguintes hipóteses: H0 – Não existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios dos níveis de governança das empresas; H1 – Existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios dos níveis de governança das empresas. Os resultados apontam para aceitação da hipótese alternativa H1, atestando que existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade médios dos níveis de governança corporativa. Isto significa que dependendo do nível de governança corporativa a que a empresa esteja listada irá influenciar na sua rentabilidade.

**Palavras-Chaves:** Governança Corporativa, Níveis de Governança Corporativa, Rentabilidade.

## ABSTRACT

Corporate governance is a set of practices used to minimize agency conflicts aim at maximizing the enterprise and the expected return for investors. Thus, this research aims to analyze the relationship between the levels of corporate governance and profitability of companies listed on the BM & FBovespa. To achieve this goal, proceeded with the discrimination of companies by level of governance, then through the consolidated statements, Balance Sheet and statement of income, the values of total active were obtained, income available to controlling shareholders and income available to controlling shareholders, to calculate profitability ratios: ROA and ROE. After calculated profitability ratios were calculated by level of governance, the statistics: mean, median, variance, standard deviation and coefficient of variation. To verify the existence of significant differences among the average rates of return by level of corporate governance of the hypothesized population means the following hypotheses are formulated test was used: H0 - There are no significant differences between the profitability ratios (ROA and ROE) average levels of corporate governance; H1 - There are significant differences between the profitability ratios (ROA and ROE) average levels of corporate governance. Results indicate acceptance of the alternative hypothesis H1, stating that there are significant differences between the profitability ratios average levels of corporate governance. This means that depending on the level of corporate governance that the company is listed will affect your profitability.

**Key Words:** Corporate Governance, Corporate Governance Levels, Profitability.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Empresas listadas no segmento Bovespa Mais .....	19
Quadro 2 - Empresas listadas no segmento Nível 1 .....	19
Quadro 3 - Empresas listadas no segmento Nível 2 .....	20
Quadro 4 - Empresas listadas no segmento Novo Mercado .....	21
Quadro 5 - Síntese do universo e da amostra da pesquisa.....	22
Quadro 6 - Modelos de governança corporativa: uma síntese comparativa .....	28
Quadro 7 - Comparativo dos segmentos de listagem.....	32

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística do índice do Retorno Sobre o Ativo Total - ROA.....	36
Tabela 2 - Valores do <i>Zteste</i> para o índice do Retorno Sobre o Ativo Total - ROA .....	36
Tabela 3 - Estatística do índice do Retorno Sobre o Capital Próprio - ROE .....	37
Tabela 4 - Valores do <i>Zteste</i> para o índice do Retorno Sobre o Capital Próprio - ROE.....	37

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração.
LPA	Lucro Por Ação
ROA	Retorno Sobre o Ativo Total
ROE	Retorno Sobre o Capital Próprio
S.A.	Sociedades Anônimas

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO E PROBLEMÁTICA</b> .....	12
<b>1.1 Objetivos</b> .....	14
1.1.1 <i>Geral</i> .....	14
1.1.2 <i>Específicos</i> .....	14
<b>1.2 Justificativa</b> .....	14
<b>1.3 Procedimentos metodológicos</b> .....	16
1.3.1 <i>Tipo de pesquisa</i> .....	17
1.3.1.1 Quanto aos objetivos .....	17
1.3.1.2 Quanto aos procedimentos de coleta e fontes de Informação.....	17
1.3.1.3 Quanto à abordagem .....	18
1.3.2 <i>Definição do universo de pesquisa e da amostra</i> .....	18
1.3.3 <i>Coleta de dados</i> .....	21
1.3.4 <i>Tratamento e interpretação dos dados</i> .....	22
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	24
<b>2.1 Governança corporativa</b> .....	24
2.1.1 <i>Abordagem conceitual</i> .....	24
2.1.2 <i>Teoria da agência</i> .....	25
2.1.3 <i>Governança corporativa no mundo</i> .....	26
2.1.4 <i>Governança corporativa no Brasil</i> .....	28
2.1.5 <i>Níveis diferenciados de governança corporativa</i> .....	29
<b>2.2 Rentabilidade</b> .....	33
2.2.1 <i>Margem de lucro bruto</i> .....	33
2.2.2 <i>Margem de lucro operacional</i> .....	33
2.2.3 <i>Margem de lucro líquido</i> .....	34
2.2.4 <i>Lucro por ação (LPA)</i> .....	34
2.2.5 <i>Retorno sobre o ativo total (ROA)</i> .....	35
2.2.6 <i>Retorno sobre o capital próprio (ROE)</i> .....	35
<b>3 RESULTADOS E DISCUSSÃO</b> .....	36
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	39
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	41

## 1 INTRODUÇÃO E PROBLEMÁTICA

O mercado está cada vez mais exigente e competitivo, logo as organizações buscam constantemente fontes alternativas de capital, ao menor custo possível, para maximizar sua eficiência e competitividade. Contudo, para atrair recursos, as companhias devem fornecer aos investidores segurança e o retorno esperado sobre o capital investido. Dessa maneira, com o propósito de proteger os interesses dos investidores dos potenciais riscos de expropriação de riqueza surgiu a governança corporativa.

A governança corporativa é um conjunto de práticas utilizadas para governar uma organização, visando proteger os interesses dos investidores, lhes assegurando maior transparência e controle sobre a empresa. Em virtude da necessidade de se adotar práticas de governança corporativa para atrair novos investidores, desenvolver o mercado de capitais brasileiro e valorizar as companhias a BM&FBOVESPA criou os segmentos especiais de listagem: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais.

Segundo a BM&FBOVESPA, Cada um desses segmentos estabelece um nível de governança corporativa, caracterizado por um conjunto de práticas que asseguram os direitos dos acionistas. Vale ressaltar que os segmentos especiais de listagem possuem níveis de governança superiores aos exigidos por lei. A adesão aos segmentos especiais de listagem por parte das organizações listadas na BM&FBOVESPA é voluntária, porém, após assinar ao contrato a empresa se compromete a seguir as regras de governança corporativa para o nível o qual se listou.

Além da criação dos segmentos especiais de listagem criados pela BM&FBOVESPA, as práticas de governança corporativa incentivaram a criação de diversos órgãos e normas brasileiras voltadas para esta área como: a nova Lei das Sociedades por Ações; o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e o ativismo dos fundos de pensão (SILVA, 2006).

A governança corporativa surgiu inicialmente com o intuito de minimizar os conflitos de agência, que são os conflitos existentes entre os acionistas e administradores, ou acionistas majoritários e acionistas minoritários. Esses conflitos são decorrentes da divergência de interesses, pois os administradores e os acionistas majoritários são guiados por seus próprios interesses e podem agir conforme os mesmos para se beneficiar, sem levar em consideração a maximização do empreendimento e os interesses dos acionistas minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2011).

Para Silva, (2010), os problemas de agência ocorrem quando os executivos tomam decisões visando maximizar seus interesses pessoais e não a riqueza dos acionistas, motivo pelo qual foram contratados, por isso e em resposta aos diversos casos de expropriação de acionistas por parte dos gestores, surgiu a necessidade de discutir e aprimorar a governança corporativa nas organizações.

Por meio das práticas de governança corporativa, os gestores são direcionados a tomarem decisões visando à maximização do empreendimento, à geração de riqueza e o maior retorno possível sobre o investimento, isso proporciona um menor custo de agência, ao passo que não serão necessários desembolsos financeiros para monitoração das atividades dos gestores.

Os custos de agência são os gastos com o monitoramento do agente por parte do principal, ou seja, os custos incorridos para minimizar os conflitos de agência. Os custos de agência são formados pela soma total dos custos com monitoramento por parte do principal e a perda residual, que é a perda de riqueza decorrente dos conflitos de agência. (Silva, 2006).

Além da redução dos custos de agência as organizações terão um menor custo de capital, pois terão alternativas de captação de recursos, não sendo necessário recorrer a bancos e a credores, tendo em vista que, organizações com alto padrão de governança corporativa atraem investidores, pois oferecem maior segurança ao investimento e maior transparência nas operações realizadas.

Assim, partindo do pressuposto que a governança corporativa é um conjunto de práticas voltadas para a geração de valor, a criação de riquezas e a maximização do retorno sobre os investimentos e ainda, que a criação dos segmentos especiais de listagem das empresas pela BM&FBOVESPA, classifica as organizações por níveis de governança corporativa, este trabalho pretende responder a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2012?**

## **1.1 Objetivos**

### *1.1.1 Geral*

O objetivo geral deste trabalho é analisar a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período 2012.

### *1.1.2 Específicos*

- Descrever pesquisas, relacionadas ao tema, anteriormente realizadas.
- Analisar a dispersão dos indicadores de rentabilidade, em cada nível.
- Comparar os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios de cada nível de governança corporativa por meio do teste de hipóteses.

## **1.2 Justificativa**

O presente trabalho se mostra relevante pela importância e a essencialidade que a governança corporativa exerce nos mercados de capitais e, principalmente, nas organizações, fato é, que a BM&FBOVESPA criou os segmentos diferenciados de listagem com o objetivo de atrair investidores, desenvolver o mercado de capitais e valorizar as companhias. Além disso, pode-se associar a relevância deste trabalho a atualidade do tema e as pesquisas realizadas no contexto da governança corporativa.

A Governança Corporativa é um conjunto de práticas que visam à relação harmoniosa entre os acionistas e gestores, buscando diminuir os conflitos existentes entre os mesmos. Dessa forma, se estabelece uma Relação de Agência, na qual os gestores devem agir e tomar decisões voltadas para a maximização do empreendimento e o retorno sobre o capital investido.

Portanto, se espera que quanto maior o nível de governança, menor serão os conflitos existentes entre os acionistas e os gestores e maior será a valorização da organização, a captação de recursos e, conseqüentemente, a rentabilidade, pois a utilização das melhores práticas de governança proporciona maior transparência e segurança nas decisões que norteiam a organização e nas informações fornecidas para a tomada de decisão.

O movimento de governança corporativa no Brasil é recente, sendo fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA em 1995, que em 1999 passou a ser denominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e instituindo no mesmo ano o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa. Outro fato importante é a criação, pela Bovespa, no ano de 2000, dos segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Logo, pode-se verificar a atualidade da temática acerca da governança corporativa no Brasil, fazendo com que haja a necessidade de pesquisas nessa área para um maior aprofundamento e aproveitamento dos benefícios que a governança corporativa tem a oferecer.

A governança corporativa se desenvolveu consideravelmente nos últimos anos, tendo várias iniciativas, por parte dos setores público e privado, para o crescimento e aperfeiçoamento da mesma, entre as quais citamos: A criação do atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a Nova Lei das S.A., as recomendações da CVM e a criação dos segmentos diferenciados de listagem.

Outro fator que demonstra a relevância deste trabalho são os estudos realizados que tratam do assunto, tais como: Ventura *et al.*, (2012), que discorreram sobre a relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica e Silva e Leal, (2007), que debatem acerca de um índice de governança corporativa, do valor e do desempenho da firma no Brasil.

Ventura *et al.*, (2012), ao pesquisar sobre governança corporativa, tomou como base o período de 2010 para analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa e conclui que independentemente do segmento de listagem que a empresa pertença eles não influenciaram no retorno da empresa. Contudo, recomenda o uso de outras variáveis a fim de aprofundar-se mais sobre esse assunto.

Para se chegar a tal conclusão, Ventura *et al.*, (2012), procedeu com o cálculo, para cada empresa estudada, dos índices de rentabilidade: giro do ativo, margem líquida, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido. Para cada nível de governança foram calculadas as estatísticas: média, mediana, variância, desvio padrão e coeficiente de variação. Para verificar a existência de diferenças significativas nos índices de rentabilidade médios dos níveis de governança das empresas foi utilizado o teste de hipóteses de igualdade de médias populacionais.

Já Silva e Leal, (2007), abordaram em sua pesquisa a governança corporativa com o objetivo de criar um amplo índice de governança que demonstrasse detalhadamente as práticas de governança corporativa das firmas brasileiras, para analisar a relação entre a qualidade da governança corporativa com seu valor de mercado e desempenho. Para tanto, constituíram uma mostra das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 1998 a 2002. Os resultados encontrados apontam que menos de 4% das empresas brasileiras apresentam boas práticas de governança corporativa e que as empresas que apresentam boas práticas têm um desempenho (ROA) consideravelmente superior. Contudo, eles afirmam que os resultados podem estar enviesados a favor das grandes firmas.

A metodologia utilizada por Silva e Leal, (2007) é baseada em um índice de governança corporativa elaborado a partir de 15 perguntas divididas em quatro categorias: transparência, Composição e funcionamento do conselho, estrutura de controle e propriedade e direitos dos acionistas. As respostas para essas perguntas são encontradas a partir de fontes públicas divulgadas pelas companhias listadas. O índice tem por objetivo medir a qualidade das práticas de governança corporativa, consideradas boas práticas segundo os padrões internacionais.

Em seguida, para analisar a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e desempenho da empresa é utilizado o Q de Tobin e o retorno sobre o ativo (ROA) como variáveis dependentes. Ao longo da pesquisa foram adicionados à alavancagem e o tamanho. Por fim, foi utilizada a técnica de painéis, por se trabalhar com dados temporais e *cross-section*.

Dessa forma, ao se analisar a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBOVESPA, o presente trabalho se justifica pelo fato de verificar se o emprego de práticas de governança corporativa irá influenciar na rentabilidade das empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, tendo em vista os resultados contraditórios das pesquisas citadas anteriormente e as recomendações por maiores investigações para aprofundar-se no assunto.

### **1.3 Procedimentos metodológicos**

Para verificar a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBOVESPA, a metodologia desta pesquisa tomou como referência a metodologia utilizada por Ventura *et al.*, (2012), em seu artigo que trata da relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas

listadas na Bovespa para o ano de 2010. Contudo, na pesquisa de Ventura *et al.*, (2012), foram utilizados vários índices de rentabilidade, conforme citado anteriormente, e nesta pesquisa optou-se por utilizar apenas os índices: Retorno Sobre o Ativo Total – ROA e Retorno Sobre o Capital próprio – ROE.

A opção pelas medidas do ROA e do ROE, se deu pelo fato de relacioná-las a finalidade da governança corporativa de proporcionar a maximização do empreendimento e o maior retorno possível para os investidores. Assim, pode-se vincular o ROA a maximização do empreendimento, tendo em vista que esse índice mede a eficácia geral dos gestores na geração de lucros a parti do ativo (GITMAN, 2010). Quanto ao ROE, pode-se vinculá-lo ao maior retorno possível para os investidores, tendo em vista que esse índice mede o retorno obtido sobre o investimento dos acionistas (GITMAN, 2010).

### *1.3.1 Tipo de pesquisa*

#### 1.3.1.1 Quanto aos objetivos

A governança corporativa é utilizada com o propósito de maximizar o empreendimento e o capital investido pelos proprietários, lhes proporcionando o maior retorno possível. Contudo, esse retorno só é obtido mediante o bom desempenho da organização, ou seja, sua lucratividade. Logo, este trabalho busca analisar a relação entre governança corporativa e rentabilidade.

Dessa forma, a presente pesquisa se caracteriza, segundo os objetivos, como descritiva, pois se propõe a analisar a relação existente entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas nos segmentos especiais criados pela BM&FBOVESPA. A pesquisa descritiva, segundo Gonsalves (2011), tem como objetivo descrever as características de um objeto de estudo, bem como, descobrir a existência de relações entre variáveis.

#### 1.3.1.2 Quanto aos procedimentos de coleta e fontes de Informação

Segundo os procedimentos de coleta, esta pesquisa se caracteriza como Bibliográfica, porque será realizada com base em estudos sobre a governança corporativa e por meio da literatura disponível. Segundo Almeida (2001), uma pesquisa bibliográfica tem o intuito de fornecer ao leitor a compreensão de conceitos e entendimentos relacionados ao tema

abordado, através de estudos desenvolvidos a partir de livros, periódicos, revistas, artigos, e outros documentos acessíveis.

Enquadra-se, também, como documental, pois serão utilizados os relatórios financeiros das empresas listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA, para coleta de dados e análise da rentabilidade das mesmas. Segundo Gonsalves (2011), a pesquisa documental é aquela que recorre a documentos, ou materiais que ainda não receberam um tratamento analítico.

### 1.3.1.3 Quanto à abordagem

Quanto à natureza dos dados, esta pesquisa se caracteriza como quantitativa, uma vez que serão utilizadas medidas que avaliam a rentabilidade das empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA e em seguida será utilizado o teste de hipótese de igualdade de médias populacionais para verificar se houve mudanças consideráveis ao longo do período pesquisado. A pesquisa quantitativa é caracterizada por tratar os dados estatisticamente, através da utilização de medidas objetivas (GONSALVES, 2011).

### *1.3.2 Definição do universo de pesquisa e da amostra*

Para construção do universo da pesquisa foi utilizado às empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA, os quais são: Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Cada segmento adota um conjunto específico de práticas de governança corporativa.

A seguir apresenta-se, por meio de quadros, as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA. Cada quadro corresponde a um segmento diferenciado de listagem e expõe as respectivas empresas listadas. Dessa forma, são apresentados quatro quadros representando os segmentos Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Com isso, busca-se discriminar as empresas por nível de governança adotado e quantificar a amostra da pesquisa.

Quadro 1 - Empresas listadas no segmento Bovespa Mais

<b>SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE LISTAGEM DA BM&amp;FBOVESPA</b>			
<b>EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO BOVESPA MAIS</b>			
<b>RAZÃO SOCIAL</b>			
1	ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	5	JP PARTICIPACOES S.A.
2	BIOMM S.A.	6	NORTEC QUÍMICA S.A.
3	CIA ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	7	NUTRIPLANT INDÚSTRIA E COMERCIO S.A.
4	DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	8	QUALITY SOFTWARE S.A.
<b>TOTAL DE EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO BOVESPA MAIS: 8</b>			

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

O quadro 1 apresenta as empresas listadas no segmento Bovespa Mais. Neste segmento estão listadas oito empresas. Segundo a BM&FBOVESPA as empresas listadas no Bovespa Mais assumem elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado.

Quadro 2 - Empresas listadas no segmento Nível 1

<b>SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE LISTAGEM DA BM&amp;FBOVESPA</b>			
<b>EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 1</b>			
<b>RAZÃO SOCIAL</b>			
1	ALPARGATAS S.A.	17	GERDAU S.A.
2	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	18	METALURGICA GERDAU S.A.
3	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	19	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUcoes
4	BCO BRADESCO S.A.	20	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
5	BRADESPAR S.A.	21	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
6	BRASKEM S.A.	22	MANGELS INDUSTRIAL S.A.
7	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	23	OI S.A.
8	CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	24	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
9	CIA ESTADUAL GER. TRANS. EN. ELET-CEEE-GT	25	BCO PANAMERICANO S.A.
10	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	26	PARANA BCO S.A.
11	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	27	RANDON S.A. IMPLM. E PARTICIPACOES
12	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	28	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
13	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	29	CTEEP-CIA T. ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
14	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	30	USINAS SID MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
15	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	31	VALE S.A.
16	FRAS-LE S.A.		
<b>TOTAL DE EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 1: 31</b>			

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

O quadro 2 apresenta as empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa, o qual é composto por trinta e uma empresas. Segundo a BM&FBOVESPA, as empresas listadas no Nível 1 devem se comprometer com a transparência e o acesso as informações pelos investidores.

Quadro 3 - Empresas listadas no segmento Nível 2

<b>SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE LISTAGEM DA BM&amp;FBOVESPA</b>			
<b>EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 2</b>			
<b>RAZÃO SOCIAL</b>			
1	BCO ABC BRASIL S.A.	12	MARCOPOLO S.A.
2	ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	13	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
3	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	14	BCO PINE S.A.
4	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	15	RENOVA ENERGIA S.A.
5	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	16	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
6	BCO DAYCOVAL S.A.	17	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.
7	ELETROPAULO MET. ELET. SAO PAULO S.A.	18	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
8	FORJAS TAURUS S.A.	19	BCO SOFISA S.A.
9	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	20	SUL AMERICA S.A.
10	BCO INDUSVAL S.A.	21	TRANSMISSORA ALIANÇA ENERGIA ELÉT. S.A.
11	KLABIN S.A.	22	VIA VAREJO S.A.
<b>TOTAL DE EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NÍVEL 2: 22</b>			

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

O quadro 3 demonstra as empresas enquadradas no nível 2 de governança corporativa. Este segmento é composto por vinte e duas empresas e adotada práticas de governança corporativa semelhante ao Novo Mercado.

Na página seguinte, apresentamos o quadro 4 contendo as empresas listadas no Novo Mercado, o qual possui cento e trinta e quatro empresas listadas. Este segmento é o nível máximo de governança da BM&FBOVESPA e possui elevado padrão de práticas de governança corporativa.

Com esse último quadro, as empresas listadas nos segmentos diferenciados da BM&FBOVESPA totalizam cento e noventa e cinco empresas, as quais constituem o universo da pesquisa. Contudo, para o cálculo da amostra não será considerado o segmento Bovespa Mais, pois não foi possível obter os indicadores de rentabilidade, necessários para a pesquisa, junto à base de dados Economática®, onde foram extraídos os indicadores de rentabilidade dos demais segmentos. Dessa forma a pesquisa será realizada apenas nos segmentos: Novo mercado, Nível 2 e Nível 1.

Com isso, a amostra coletada para os níveis estudados é constituída de cento e onze empresas, as quais oitenta e sete estão listadas como Novo Mercado, oito estão listadas como Nível 2 e dezesseis estão listadas como Nível 1. A amostra foi estabelecida levando-se em consideração os índices de rentabilidade (ROA e ROE) obtidos junto à base de dados Economática® para o período de 2012.

Quadro 4 - Empresas listadas no segmento Novo Mercado

SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE LISTAGEM DA BM&FBOVESPA					
EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO					
RAZÃO SOCIAL					
1	ALIANSCÉ SHOPPING CENTERS	46	RESTOQUE COM. CONF. ROUPAS	91	EVEN CONSTRUTORA INCORP. S.A.
2	ALL AMERICA LATINA LOG. S.A.	47	LIGHT S.A.	92	EZ TEC EMPREEND. E PART. S.A.
3	ANHANGUERA EDUC. PART. S.A	48	LINX S.A.	93	FERTILIZANTES HERINGER S.A.
4	GAEC EDUCAÇÃO S.A.	49	PRUMO LOGÍSTICA S.A.	94	FIBRIA CELULOSE S.A.
5	AREZZO INDÚSTRIA E COM. S.A.	50	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	95	FLEURY S.A.
6	ARTERIS S.A.	51	CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	96	GAFISA S.A.
7	AUTOMETAL S.A.	52	LOG-IN LOG. INTERMODAL S.A.	97	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
8	B2W - COMPANHIA DIGITAL	53	MARISA LOJAS S.A.	98	GRENDENE S.A.
9	BB SEGURIDADE PART. S.A.	54	LOJAS RENNER S.A.	99	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
10	BEMATECH S.A.	55	LPS BRASIL-CONS. DE IMOVEIS	100	HRT PART. EM PETRÓLEO S.A.
11	BHG S.A. - BRAZIL HOSP. GROUP	56	LUPATECH S.A.	101	HYPERMARCAS S.A.
12	BIOSEV S.A.	57	M. DIAS BRANCO ALIMENTOS	102	IDEIASNET S.A.
13	BMFBOVESPA S.A.	58	MAGAZINE LUIZA S.A.	103	IGUATEMI E. SHOPPING CENTERS
14	BRASIL BROKERS PART. S.A.	59	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	104	INTERN. MEAL C. HOLDINGS
15	BRASIL INSURANCE P. ADM. S.A	60	MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	105	INDUSTRIAS ROMI S.A.
16	BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	61	MAHLE-METAL LEVE S.A.	106	IOCHPE MAXION S.A.
17	BRASIL PHARMA S.A.	62	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	107	JBS S.A.
18	BR PROPERTIES S.A.	63	MILLS ESTRUT. SERVIÇOS ENG.	108	JHSF PARTICIPACOES S.A.
19	BCO BRASIL S.A.	64	MINERVA S.A.	109	JSL S.A.
20	BRASILAGRO-CIA BRAS P. AGRIC.	65	MMX MINERACAO E METALICOS	110	KROTON EDUCACIONAL S.A.
21	BRF S.A.	66	MRV ENGENHARIA E PART. S.A.	111	TARPON INVESTIMENTOS S.A.
22	BROOKFIELD INCORPOR. S.A.	67	MULTIPLUS S.A.	112	TECHNOS S.A.
23	CCR S.A.	68	NATURA COSMETICOS S.A.	113	TECNISA S.A.
24	CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	69	ODONTOPREV S.A.	114	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.
25	CETIP S.A. - MERCADOS ORG.	70	ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	115	TEMPO PARTICIPACOES S.A.
26	CIA HERING	71	OSX BRASIL S.A.	116	TEREOS INTERNACIONAL S.A.
27	CIELO S.A.	72	PARANAPANEMA S.A.	117	TIM PARTICIPACOES S.A.
28	CIA SAN. MINAS GERAIS-COPASA	73	PDG REALTY S.A. EMP. E PART.	118	T4F ENTRETENIMENTO S.A.
29	COSAN S.A. IND. E COM.	74	PORTO SEGURO S.A.	119	TOTVS S.A.
30	CPFL ENERGIA S.A.	75	PORTOBELLO S.A.	120	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
31	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	76	POSITIVO INFORMATICA S.A.	121	TRISUL S.A.
32	CR2 EMPREEND. IMOBILIARIOS S.A.	77	PROFARMA D. PROD FARMAC.	122	TPI-TRIUNFO PARTICIP. E INVEST.
33	CREMER S.A.	78	CIA PROVIDENCIA IND. E COM.	123	TUPY S.A.
34	CSU CARDSYSTEM S.A.	79	QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	124	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
35	CVC BRASIL O. AG. VIAGENS S.A.	80	QUALICORP S.A.	125	UNICASA IND. MÓVEIS S.A.
36	CYRELA COM. PROPERT S.A.	81	RAIA DROGASIL S.A.	126	VANGUARDA AGRO S.A.
37	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.	82	RENAR MACAS S.A.	127	VALID SOL. SERV. SEG. MEIOS PAG.
38	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	83	RODOBENS NEG. IMOBILIARIOS	128	VIGOR ALIMENTOS S.A.
39	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	84	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	129	VIVER INCORP. E CONSTRUTORA
40	DURATEX S.A.	85	CIA SAN. BASICO EST SAO PAULO	130	WEG S.A.
41	ECORODOVIAS INFR. LOGÍSTICA	86	SAO CARLOS EMP. PART. S.A.	131	ETERNIT S.A.
42	EMBRAER S.A.	87	SAO MARTINHO S.A.	132	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES
43	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	88	SER EDUCACIONAL S.A.	133	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
44	ENEVA S.A	89	SONAE SIERRA BRASIL S.A.	134	SMILES S.A.
45	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	90	SLC AGRICOLA S.A.		
<b>TOTAL DE EMPRESAS LISTADAS NO SEGMENTO NOVO MERCADO: 134</b>					

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

No quadro abaixo é apresentado uma síntese comparativa da quantidade de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e que compõem o universo e a amostra da pesquisa para o período de 2012.

Quadro 5 - Síntese do universo e da amostra da pesquisa

Segmento	Quantidade de empresas listadas	
	Universo da pesquisa	Amostra da pesquisa
Bovespa Mais	8	-
Nível 1	31	16
Nível 2	22	8
Novo Mercado	134	87
<b>Total</b>	<b>195</b>	<b>111</b>

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

### 1.3.3 Coleta de dados

A coleta de dados foi realizada por meio da base de dados Economática®, onde foram coletados os índices de rentabilidade retorno sobre o ativo total (ROA) e o retorno sobre o capital próprio (ROE), das empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, que compõe a amostra da pesquisa.

### 1.3.4 Tratamento e interpretação dos dados

Os índices do retorno sobre o ativo total (ROA) e o retorno sobre o capital próprio (ROE), foram coletados, na base de dados Economática®, para todas as empresas que compõe a amostra da pesquisa, contudo eles são explanados nos tópicos 2.2.5 e 2.2.6 do referencial teórico deste trabalho e podem ser calculados conforme as formulas apresentadas nos referidos tópicos. Depois de obtidos os índices ROA e ROE de todas as empresas da amostra, foram calculadas, por nível de governança, as estatísticas para cada índice: Média, Mediana, Variância, Desvio-padrão e Coeficiente de variação.

Para verificar se existem variações consideráveis do ROA e do ROE entre os níveis de governança corporativa foi utilizado o teste de hipótese de igualdade de médias populacionais, sendo elaboradas as seguintes hipóteses (BRUNI, 2011):

H0 – Não existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios dos níveis de governança das empresas.

H1 – Existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios dos níveis de governança das empresas.

Como a quantidade de empresas da amostra para a realização do teste de hipótese é maior do que 30, utiliza-se a distribuição Normal, sendo a estatística do teste de hipótese  $Z_{teste}$  calculada por:

$$Z_{teste} = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}}}$$

Sendo  $\bar{X}_1$  a média da amostra 1;  $\bar{X}_2$  a média da amostra 2;  $S_1^2$  a variância da amostra 1;  $S_2^2$  a variância da amostra 2;  $n_1$  o número de elementos da amostra 1;  $n_2$  o número de elementos da amostra 2;

Considerando um nível de confiança de 95% tem-se que o valor de,  $Z_{teste}$  é igual a  $\pm 1,96$ , ou seja, caso o valor de  $Z_{teste}$  seja maior que 1,96 ou menor que -1,96 devemos rejeitar a hipótese nula (H0) e aceitar a hipótese alternativa (H1), caso contrário,  $Z_{teste}$  seja maior que -1,96 e menor que 1,96, se aceita a hipótese nula.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Governança corporativa

#### 2.1.1 Abordagem conceitual

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC), governança corporativa é um sistema pelo qual as organizações são geridas, monitoradas e incentivadas e que envolve os diversos *stakeholders*. Assim, para o IBGC a governança corporativa converte princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses, com o propósito de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

O conceito acima, apresentado segundo o IBGC, põe em evidencia dois fatores conceituais básicos e muito importantes da governança corporativa: o primeiro fator é o de conceber a governança corporativa como um sistema, pelo qual a organização é governada; o segundo fator é o alinhamento de interesses entre os *stakeholders*, o qual mantém e otimiza o valor da organização, proporciona um menor custo de capital e contribui para a continuação das atividades da organização.

Para a Comissão de Valores Mobiliários - CVM a governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Segundo a CVM, a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Comparando os conceitos apresentados segundo o IBGC e a CVM, podemos perceber que o conceito abordado segundo a CVM, além do já exposto pelo conceito elaborado segundo o IBGC, acrescenta e nos apresenta alguns dos princípios básicos da governança corporativa, os quais são transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*), e responsabilidade corporativa.

Para Silva e Leal (2007) a governança corporativa compreende um conjunto de normas que tem a finalidade de minimizar os conflitos de agência. Dessa forma, os autores tendem a acrescentar mais um fator importante aos conceitos já expostos que é o de usar a governança corporativa como ferramenta para minimizar os conflitos de agência.

Com base nos conceitos expostos e nos estudos realizados, podemos afirmar que governança corporativa é um conjunto de práticas utilizadas para governar uma organização, visando minimizar os conflitos de agência. Dessa forma, a governança corporativa busca proteger os investidores, proporcionando maior transparência, minimizando os custos de agência e gerando valor para empresa.

### *2.1.2 Teoria da agência*

A globalização da economia e o desenvolvimento do mercado de capitais contribuíram para o surgimento das grandes corporações, o que culminou com a separação entre a propriedade e o controle das organizações. Assim, nesse modelo organizacional, onde predomina a separação entre propriedade e controle, os acionistas, também chamados de principal, outorgam os poderes de decisão a um gestor, também chamado de agente. Dessa forma, o agente é designado pelo principal para tomar decisões visando à geração de riqueza e o retorno sobre o investimento, esta relação é denominada de relação de agência. Segundo Andrade e Silva, a relação de agência é a relação entre indivíduos, no qual o bem-estar de um dos indivíduos depende da ação do outro.

Contudo, os agentes podem tomar decisões segundo seus próprios interesses, pois são providos de interesses próprios, originando os conflitos de agência. Nesse caso, temos duas situações distintas: a) a situação em que os administradores tomam decisões visando à maximização de seus próprios interesses em favor dos interesses dos acionistas; b) a situação em que os acionistas majoritários, por ter maior poder sobre a organização, tomam decisões visando à maximização de seus próprios interesses, desconsiderando os interesses dos acionistas minoritários. Dessa forma, os conflitos de agência ocorrem entre acionistas e administradores; e acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Para tentar resolver esses conflitos surgiu a teoria da agência, onde, segundo Silva, A. (2006), na teoria da agência a organização é concebida como uma rede de contratos, explícitos e implícitos, os quais estabelecem e regulamentam as funções entre todos os participantes interessados na empresa. A teoria da agência prevê a solução dos conflitos de agência por meio de contratos, onde estes estabelecem as relações entre todos integrantes da organização. Contudo, diante das mudanças e incertezas que ocorrem diariamente no mundo organizacional é impossível prever todas as situações que podem ocorrer, acarretando a inexistência do contrato completo.

Com isso, são implantados sistemas e técnicas de monitoramento para monitorar os administradores, para que os mesmos ajam e tomem decisões em conformidade com os

interesses do principal, buscando minimizando os conflitos de agência, porém gerando custos para a organização. Os custos para minimização dos conflitos de agência são denominados custos de agência (SILVA, A., 2006).

Entre os custos de agência estão: Custo para criar e estruturar contratos entre o principal e o agente; custo com monitoramento das atividades dos gestores pelos acionistas; Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais aos mesmos; Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal (ANDRADE; SILVA, 2008).

A partir de então, surgiu a governança corporativa, com o propósito de minimizar os conflitos de agência, através de um conjunto de práticas, tendo por finalidade proteger os interesses dos investidores e conseqüentemente diminuir os custos de agência e maximizar o valor da companhia. Contudo, com o crescimento dos mercados de capitais a governança corporativa ganhou outras finalidades, além do propósito de minimizar os conflitos e, conseqüentemente, os custos de agência, sendo hoje uma ferramenta de gestão, controle e captação de recursos.

Portanto, a governança corporativa se faz necessária e é exigida pelos investidores, a ponto que os mercados de capitais de vários países criaram padrões de governança a ser seguido pelas organizações, como é o caso do Brasil, onde a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de governança corporativa Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais. As empresas que aderem aos padrões de governança atraem mais investimentos, visto que proporcionam maior segurança e transparência.

### *2.1.3 Governança corporativa no mundo*

Em países como os Estados Unidos e Reino Unido os mercados de capitais se desenvolveram e as grandes corporações se tornaram cada vez mais complexas o que proporcionou a pulverização do capital e conseqüentemente a dispersão entre a propriedade e o controle.

Devido à separação entre a propriedade e controle das organizações, os acionistas (proprietários) outorgam aos administradores os poderes necessários para tomar decisões e gerir a organização, porém há situações em que os interesses dos gestores podem divergir dos interesses dos acionistas, ocasionando diversos conflitos e escândalos no universo organizacional. As bolsas de valores norte americanas foram alvos de grandes escândalos e

fraudes como, por exemplo, o caso da Eron, Worldcom e Xerox (SILVEIRA, 2004 *apud* BIANCHI *et al.*, 2009).

Dessa forma, o movimento de governança corporativa surgiu inicialmente nos Estados Unidos como método para superar os conflitos de agência, através de práticas e princípios e como meio de monitorar e controlar as decisões tomadas pelo agente, para que este aja em conformidade com os interesses do principal.

Segundo o IBGC, o primeiro código de boas práticas de governança corporativa foi o Relatório *Cadbury*, publicado em 1992 na Inglaterra. No mesmo ano, a *General Motors* (GM) publicou seu código de Governança corporativa, sendo considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.

São vários os modelos de governança corporativa praticados no mundo, pois os mesmos se moldam conforme as características políticas, sociais e culturais de cada país, contudo os principais modelos de governança são o anglo-saxão e nipo-germanico.

O modelo anglo-saxão (*outsider system*), predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, é caracterizado por possuir mercado de capitais ativo e desenvolvido; propriedade pulverizada; estrutura de capital financiada pelos acionistas (*equity*); garantia da liquidez das ações nas bolsas de valores; ativismo dos investidores institucionais; gestão voltada para a criação de valor para os acionistas (*shareholders*); e os conflitos existentes são entre acionistas e administradores.

São características do modelo nipo-germanico (*insider system*), predominante no Japão, Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental, mercados de capitais menos líquidos e desenvolvido; concentração de propriedade; estrutura de capital financiada por bancos e credores (*debt*); estrutura acionária cruzada; participação acionária de longo prazo; equilíbrio de interesses dos acionistas como os de outros grupos (*stakeholders*); e os principais conflitos existentes são entre acionistas controladores e minoritários.

No quadro a seguir, podemos verificar uma síntese comparativa entre alguns modelos de governança corporativa praticados no mundo:

Quadro 6 - Modelos de governança corporativa: uma síntese comparativa

<b>Características definidoras</b>	<b>Modelo-anglo-saxão</b>	<b>Modelo alemão</b>	<b>Modelo japonês</b>	<b>Modelo latino-europeu</b>	<b>Modelo latino-americano</b>
<b>Financiamento predominante</b>	Equity	Debt	Debt	Indefinida	Debt
<b>Propriedade e controle</b>	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
<b>Propriedade e gestão</b>	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
<b>Conflitos de agência</b>	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Marjoritários-minoritários	Marjoritários-minoritários
<b>Proteção legal a minoritários</b>	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
<b>Conselhos de administração</b>	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculo com gestão
<b>Liquidez da participação acionária</b>	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
<b>Forças de controle mais atuantes</b>	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
<b>Governança corporativa</b>	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
<b>Abrangência dos modelos de governança</b>	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: adaptado de vários autores *apud* Andrade e Rossetti (2011, p. 340).

O quadro 5 apresenta os principais modelos de governança corporativa praticados no mundo e os compara sob o enfoque das características que os define. Por meio do quadro 5 é possível ter uma visão de como cada modelo se apresenta e se comporta, segundo as características de cada país, também é possível perceber o estágio em que se encontra a governança em cada modelo.

Embora não haja uma convergência para um modelo padrão de governança, os modelos se baseiam nos princípios básicos de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa e são adaptados pelos países conforme sua estrutura política, social e cultural.

#### 2.1.4 Governança corporativa no Brasil

O Brasil é caracterizado por empresas tradicionalmente familiares, com altos índices de concentração de propriedade e conselhos de administração não qualificados. Dessa forma, os conflitos de agência existentes estão, principalmente, entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários, tendo em vista que os interesses desses podem não ser considerados por aqueles, os quais detêm o poder.

A estrutura de propriedade é formada pela concentração de ações ordinárias (ações com direito a voto) e altos índices de emissão de ações preferenciais (ações sem direito a voto). Com isso, o poder fica concentrado nas mãos de quem detém o direito a voto, ou seja, os acionistas controladores. Estes, por sua vez, influenciam diretamente nos conselhos de administração, escolhendo seus membros para representá-los.

Todas essas características instigaram o movimento de governança corporativa no Brasil, que, embora seja recente, se desenvolveu bastante nos últimos anos. Diversos fatores contribuíram para esse desenvolvimento, os quais destacamos: o desenvolvimento da economia, as privatizações, a abertura dos mercados de capitais, o código das boas práticas de governança corporativa publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, a nova Lei das S.A., o ativismo dos fundos de pensão, a cartilha de governança corporativa publicada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e os segmentos especiais de listagens criados pela BM&FBOVESPA.

Alguns fatos marcaram o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, como, segundo o IBGC, a criação em 1995 do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA, que em 1999 passou a ser denominado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG e lançou, no mesmo ano, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, considerado o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa.

Outro fator marcante é a Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, intitulada como a nova Lei das S.A., que veio alterar a Lei nº 6.404 de 1976 e trouxe, entre outras alterações, maiores direitos aos acionistas minoritários, como a emissão de ações preferenciais na proporção de 50% do capital total, que antes era na proporção de 2/3.

### *2.1.5 Níveis diferenciados de governança corporativa*

Em resposta as necessidades vividas no universo organizacional, entre elas a necessidade por igualdade de direito entre acionistas minoritários e majoritários, por conselhos de administração qualificados e por maior transparência e qualidade nas informações prestadas pelas organizações, a BM&FBOVESPA criou os segmentos especiais de listagem: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais. Segundo a BM&FBOVESPA, esses segmentos foram criados com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais, atrair investidores e valorizar as companhias, através da adoção de práticas de governança corporativa.

As companhias podem aderir voluntariamente a um desses segmentos especiais de listagem. Cada segmento exige um conjunto específico de práticas de governança corporativa, que a empresa se compromete a cumprir. A organização pode se enquadrar no Bovespa Mais, Nível 1, e Nível 2 de governança corporativa e aumentar gradativamente seu nível de governança até chegar ao Novo Mercado, tendo em vista que os níveis inferiores foram criados para preparar as empresas para o Novo Mercado, que é o nível mais elevado de governança.

O segmento Bovespa Mais foi criado para pequenas e médias companhias, que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradual. Nesse segmento a empresa é isenta da taxa de registro e recebe descontos diferenciados na taxa de manutenção de listagem, podendo efetuar a listagem e tendo até 7 anos para realizar uma oferta pública.

As companhias que aderirem ao Nível 1, devem se comprometer com a dispersão acionária, maior transparência das informações do mercado e acesso as mesmas pelos investidores, como também, a emissão e a publicação de informações adicionais além das exigidas por lei e *free float* de 25%, que é o mínimo exigido de ações em circulação, que a organização se compromete a manter.

Para a organização que deseja ingressar no Nível 2, que é um nível intermediário entre o Nível 1 e o Novo Mercado, são exigidas práticas de governança além das exigidas pelo Nível 1 e muito semelhantes ao Novo Mercado. O nível 2 assegura o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações do acionista controlador. A *tag along* é um mecanismo de defesa dos direitos dos acionistas minoritários, portanto garanti o mesmo valor pago pelas ações do acionista controlador às ações dos acionistas preferências e ordinários, no caso de venda do controle da empresa. Outra característica do Nível 2 é o fator de poder emitir ações ordinárias e preferenciais.

Passando por esses segmentos, chegamos ao maior nível de governança corporativa que as companhias podem aderir, o Novo Mercado, que, embora tenha sido lançado em 2000, só teve sua primeira listagem em 2002. Segundo a BM&FBOVESPA as principais práticas de governança corporativa exigidas pelo Novo Mercado são:

- Composição do capital exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- *Tag along* de 100%;
- A empresa deverá fazer uma oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico, no caso de desligamento ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA;

- Composição do conselho de administração por no mínimo cinco membro, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de 2 anos;
- Manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, com a emissão e publicação de relatórios trimestrais, demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- Disponibilização de relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

A criação dos segmentos especiais de listagem pela BM&FBOVESPA marcou o mercado de capitais brasileiro, ao passo que contribui e continua contribuindo para o seu desenvolvimento. Os níveis diferenciados de governança corporativa atraem investidores ao lhes proporcionar maior segurança, pois diminuem o risco, por meio da publicação de informações mais completas, equidade de direitos entre acionistas, geração de valor para a companhia, menor custo de capital e conseqüentemente maior rentabilidade.

Para uma maior compreensão dos níveis de governança corporativa, vejamos o quadro 6 apresentado na próxima pagina, que expressa uma síntese comparativa dos segmentos de listagem. Por meio dele, são evidenciadas as características das ações emitidas pelas empresas classificadas nos diferentes segmentos de listagem da BM&FBOVESPA, também é possível perceber as práticas de governança corporativa exigidas para cada nível de governança.

Como pode ser observado no quadro 6 a seguir, as características das ações, exigidas por segmento de listagem, são expostas desde o segmento tradicional da BM&FBOVESPA, até o segmento especial Novo Mercado. No segmento tradicional as práticas de governança exigidas são de acordo com a legislação societária em vigor, enquanto que, nos demais segmentos, são exigidas práticas de governança corporativa, além das exigências legais.

Quadro 7 - Comparativo dos segmentos de listagem

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
<b>Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
<b>Demonstrações Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório			Facultativo	
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&amp;FBOVESPA

## 2.2 Rentabilidade

Para que a organização mantenha sua atividade operacional e, conseqüentemente, sua permanência no mercado é indispensável que detenha um bom desempenho econômico e financeiro. Dessa maneira, são vários os interessados no desempenho de uma organização como gestores, credores, potenciais investidores e, principalmente, os acionistas. O interesse dos gestores está relacionado à sua função de buscar a maximização do empreendimento, enquanto que, o interesse dos credores está relacionado com a capacidade que a organização tem para pagar juros e amortizações. Já os potenciais investidores e acionistas, estão preocupados em obter o retorno sobre o investimento, em detrimento do risco que assumiram.

Uma organização pode medir seu desempenho por meio dos índices de rentabilidade, que segundo Gitman (2010), os principais são: a margem de lucro bruto, a margem de lucro operacional, a margem de lucro líquido, o lucro por ação, o retorno sobre o ativo total (ROA) e o retorno sobre o capital próprio (ROE). Para Gitman (2010), Estas medidas permitem avaliar os lucros da empresa em relação a um dado nível de vendas, um dado nível de ativos, ou o investimento dos proprietários. Logo, é dada uma grande importância aos lucros, pois sem eles uma empresa não atrairia capital externo.

### 2.2.1 Margem de lucro bruto

A margem de lucro bruto expressa em percentual à parcela das vendas que restaram após deduzir os custos despendidos para colocar os serviços, produtos, ou mercadorias na condição de venda. Quanto maior a margem de lucro bruto melhor para a organização. Este índice pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Margem de lucro bruto} = \frac{\text{Receita de vendas} - \text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Receita de vendas}} = \frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita de vendas}}$$

### 2.2.2 Margem de lucro operacional

A margem de lucro operacional demonstra percentualmente a parcela das vendas remanescente após a dedução de todos os custos e despesas operacionais. Segundo

Gitman, (2010), este índice representa o “lucro puro”, pois medem somente o lucro decorrente da atividade operacional, desconsiderando juros, impostos e dividendos de ações preferenciais. Quanto maior a margem operacional melhor para a empresa. A margem operacional pode ser obtida da seguinte maneira:

$$\text{Margem de lucro operacional} = \frac{\text{Lucro operacional}}{\text{Receita de vendas}}$$

### 2.2.3 Margem de lucro líquido

A margem de lucro líquido representa em percentual a parcela das vendas depois de deduzidos todos os custos e despesas, sejam eles operacionais, ou não operacionais. Como as margens de lucro bruto e lucro operacional, quanto maior a margem de lucro líquido melhor para a empresa. A margem de lucro líquido é calculada como segue:

$$\text{Margem de lucro líquido} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Receita de vendas}}$$

### 2.2.4 Lucro por ação (LPA)

Os acionistas e potenciais investidores, ao analisar a lucratividade de uma organização, estão sempre interessados no lucro por ação. Esta medida é largamente mencionada e considerada pelos investidores, sendo, talvez, mais evidenciada que os demais dados (GARRISON *et al.*, 2007).

Isso acontece porque o retorno sobre o capital investido pode ser obtido por meio de distribuição de dividendos, ou por meio do aumento no valor das ações. Com efeito, para medir o aumento no valor das ações é utilizado lucro por ação (LPA), que expressa o valor monetário ganho por ações ordinárias em circulação, em um determinado período. O lucro por ação (LPA) pode ser obtido conforme segue:

$$\text{Lucro por ação (LPA)} = \frac{\text{Lucro líquido} - \text{Dividendos preferenciais}}{\text{Número de ações ordinárias em circulação}} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Número de ações ordinárias em circulação}}$$

### 2.2.5 Retorno sobre o ativo total (ROA)

O retorno sobre o ativo total (ROA), também chamado de retorno sobre o investimento é um índice de desempenho operacional que expressa a capacidade dos ativos de gerar lucro. Quando maior o Retorno sobre o ativo total (ROA) melhor para a empresa. O retorno sobre o ativo total pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Ativo total}}$$

### 2.2.6 Retorno sobre o capital próprio (ROE)

O retorno sobre o capital próprio (ROE) mede o desempenho da empresa em relação ao capital investido pelos acionistas ordinários. Quanto maior o retorno sobre o capital próprio melhor para os acionistas. O retorno sobre capital próprio (ROE) é encontrado pelo quociente entre o lucro disponível para os acionistas ordinários e o patrimônio líquido dos acionistas ordinários, conforme segue:

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Patrimônio líquido dos acionistas ordinários}}$$

### 3 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A presente pesquisa abordou em sua análise uma amostra de cento e onze empresas, as quais foram separadas por nível de governança, com isso, a amostra foi constituída por oitenta e sete empresas do Novo Mercado, oito empresas do Nível 2 e dezesseis empresas do Nível 1.

As estatísticas e os Valores calculados do  $Z_{teste}$ , para o ROA são apresentadas a seguir nas tabelas 1 e 2 respectivamente:

Tabela 1 - Estatística do índice do Retorno Sobre o Ativo Total – ROA

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO (%)	NÍVEL 2 (%)	NÍVEL 1 (%)
Média	3,60	1,56	1,34
Mediana	3,60	3,65	2,70
Variância	91,71	63,50	52,31
Desvio - padrão	9,58	7,97	7,23
Coefficiente de variação	2,66	5,10	5,41

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

A tabela 1 apresenta as estatísticas do ROA calculadas por nível de governança corporativa. Na tabela, através da variância, é possível observar, por nível de governança, o quanto as médias do ROA variaram, correspondendo a 91,71 para o Novo Mercado, 63,50 para o Nível 2 e 52,31 para o Nível 1. A média do Novo Mercado representa a maior variação, com relação aos outros níveis. A média do Nível 2 variou com relação ao nível 1, contudo não foi uma variação considerável, conforme pode ser visto pela análise do  $Z_{teste}$ , abaixo.

Tabela 2 - Valores do  $Z_{teste}$  para o índice do Retorno Sobre o Ativo Total - ROA

-	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
NOVO MERCADO	-	-	-
NÍVEL 2	3,081212161	-	-
NÍVEL 1	2,95905087	1,162960346	-

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

Na tabela 2, observa-se que os valores do  $Z_{teste}$ , calculados para o ROA, com relação à comparação entre o Novo Mercado e o Nível 2, e o Novo Mercado e o Nível 1, estão fora da faixa de -1,96 e 1,96, contudo, os valores do  $Z_{teste}$ , com relação a comparação entre o Nível 2 e o Nível 1 estão entre a faixa de -1,96 e 1,96. Isto significa que existem diferenças significativas no Retorno Sobre o Ativo Total – ROA do Novo Mercado quando comparado

com o Nível 2 e o Nível 1, também implica dizer, que não existe diferenças significativas no Retorno Sobre o Ativo Total – ROA do Nível 2 quando comparado com o Nível 1.

Com isso, pode-se inferir que, com relação ao retorno sobre o ativo total (ROA), a rentabilidade das empresas listadas no Novo Mercado são maiores que a rentabilidade das empresas listadas no Nível 2 e no Nível 1, contudo não há diferenças significativas na rentabilidade das empresas listadas no Nível 2 quando comparada com as empresas listadas no Nível 1.

As estatísticas e os Valores calculados do  $Z_{teste}$ , para o ROE são apresentadas a seguir nas tabelas 3 e 4 respectivamente:

Tabela 3 - Estatística do índice do Retorno Sobre o Capital Próprio - ROE

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO (%)	NÍVEL 2 (%)	NÍVEL 1 (%)
Média	7,57	-16,74	-7,34
Mediana	6,70	10,10	4,55
Variância	649,95	5.924,36	2.644,34
Desvio - padrão	25,49	76,97	51,42
Coefficiente de variação	3,37	-4,60	-7,00

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

A tabela 3 apresenta as estatísticas calculadas, por nível de governança, para o retorno sobre o capital próprio (ROE). Na tabela é possível perceber, por meio da variância, que a média do ROE para todos os níveis de governança estudados variaram consideravelmente, contudo a variação da média do Nível 2 se destaca, sendo a maior variação com relação aos outros níveis, apresentando uma variância de 5.924,36.

Tabela 4 - Valores do  $Z_{teste}$  para o índice do Retorno Sobre o Capital Próprio - ROE

-	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
NOVO MERCADO	-	-	-
NÍVEL 2	8,185233026	-	-
NÍVEL 1	8,132007461	-16,49349552	-

Fonte: Dados da pesquisa, 2012.

A tabela 4 apresenta os valores do  $Z_{teste}$  para o retorno sobre o capital próprio (ROE). Com relação ao  $Z_{teste}$  calculados para o ROE, todos os valores estão fora da faixa de -1,96 e 1,96. Isto implica dizer, que existem diferenças significativas no Retorno Sobre o Capital Próprio – ROE dos níveis de governança corporativa das BM&FBOVESPA.

Dessa forma, pode-se inferir que, com relação ao retorno sobre o capital próprio (ROE), a rentabilidade das empresas listadas no Novo Mercado são maiores que a rentabilidade das empresas listadas no Nível 2 e no Nível 1, e também, que a rentabilidade das empresas listadas no Nível 2 é maior que a rentabilidade das empresas listadas no nível 1.

De maneira geral, se aceita a hipótese alternativa H1 de que existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade (ROA e ROE) médios dos níveis de governança das empresas, isto é, dependendo do segmento de listagem o qual a empresa pertença, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, através dos cálculos realizados, pode-se dizer que irá influenciar na rentabilidade da empresa. Os resultados atestam a discussão ao longo da base teórica deste trabalho, que afirma que a governança corporativa proporciona a maximização do empreendimento e o maior retorno possível para os acionistas.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa é fundamental para manter o equilíbrio em uma organização, além de ser uma ferramenta de controle e equidade de direitos e deveres, alinhando os interesses dos *stakeholders*, visando com isso, o desenvolvimento da entidade e o retorno para os investidores.

Assim, diante da relação entre a governança corporativa e a rentabilidade, esta pesquisa tomou como base o artigo de Ventura *et al.*, (2012), que trata da relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa para o ano de 2010. Os resultados encontrados por Ventura *et al.*, (2012) apontam que independentemente do segmento de listagem que a empresa pertença eles não influenciaram no retorno da empresa.

Contudo, as práticas de governança corporativa nas empresas se desenvolveram consideravelmente nos últimos anos, contribuindo bastante para a produção de várias pesquisas acerca deste tema, a qual compreende uma área de estudo bastante vasta, podendo ser abordados vários aspectos diferentes e um mesmo aspecto de várias formas possíveis.

Dessa maneira, esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2012 e, abordando a temática de outra forma, concluiu-se, por meio dos cálculos e da análise realizada, que dependendo do nível de governança a que a empresa pertença, irá influenciar na rentabilidade da mesma.

O presente trabalho e a pesquisa de Ventura *et al.*, (2012) consideraram períodos diferentes de pesquisa e, conforme citado anteriormente, na pesquisa de Ventura *et al.*, (2012) foram abordados outros índices de rentabilidade além do ROA e o do ROE. Como pode ser observado, as pesquisas apresentaram resultados diferentes com relação à temática abordada.

Em virtude do exposto, a problemática acerca da existência da relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas nesses segmentos pode ser analisada por outros métodos a fim de se aprofundar na temática, tendo em vista a sua abrangência. No entanto, esta pesquisa apresenta-se relevante ao demonstrar, por meios quantitativos, que quanto maior o nível de governança da empresa maior será sua rentabilidade.

Dessa forma, ressalta-se que as práticas de governança corporativa exercem um papel fundamental e necessário na organização enquanto sistema de gestão e controle, valorizando a empresa e proporcionando segurança, transparência, equidade de direitos entre os *stakeholders* e o retorno esperado.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Flávia Gribel de. **Governança corporativa no Brasil: criação de valor com base na gestão corporativa – um estudo de caso do setor de telecomunicações**. 2001. 149 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2001.

Bovespa Mais. Disponível em:

<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_bovespamais.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespamais.asp)>. Acesso em: janeiro/2014.

BRUNI, Adriano Leal. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BIANCHI, Márcia; SILVA, Carolina Vianna da; GELATTI, Rosemary. A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do ENANPAD entre 1999-2008. **XXXIII EnANPAD**. São Paulo, set. 2009.

Comparativos de Segmentos de Listagem. Disponível em:

<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp)> Acesso em: janeiro/2014.

Conceito de Governança corporativa. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em dezembro/2013

Conceito de governança corporativa. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em dezembro de 2013

Governança corporativa no Brasil e no Mundo. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: janeiro/2014.

GONSALVES, Elisa Pereira. **Conversas sobre iniciação à pesquisa científica**. 5. ed. São Paulo: Alínea, 2011.

GARRISON, Ray H.; NOREEN, Eric W.; BREWER, Peter C. **Contabilidade gerencial**.

Tradução e revisão técnica: Antonio Zoratto Sanvicente. Rio de Janeiro: LTC, 2007.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. Tradução: Allan Vidigal Hastings; Revisão técnica: Jean Jacques Salim. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

Novo Mercado. Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novomercado.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novomercado.asp)>. Acesso em: janeiro/2014.

Nível 1. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-1.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp)>. Acesso em: janeiro/2014.

Nível 2. Disponível em:< [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-2.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp)>. Acesso em: janeiro/2014.

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

SILVA, André Luiz Carvalho da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara, (Org.). **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

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

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, Tarciso Gouveia da; ANDRADE, George Albin R. de. Utilização de modelos microeconômicos para previsão dos efeitos da teoria da agência nas organizações. **Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 1-15, jan./jun. 2008.

VENTURA, Ana Flávia da Albuquerque *et al.* A relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. **Revista REUNA**, Minas Gerais – MG, 2012, v. 17, n. 3, p. 73-74, jul. – Set. 2012. ISSN 2170-8834.