

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

FERNANDA SERAFIM DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: O Perfil Econômico-financeiro das
Empresas de Capital Aberto do Mercado Brasileiro de Capitais**

**JOÃO PESSOA
2014**

FERNANDA SERAFIM DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: O Perfil Econômico-financeiro das
Empresas de Capital Aberto do Mercado Brasileiro de Capitais**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Dr. Orleans Silva Martins

JOÃO PESSOA
2014

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

S586g Silva, Fernanda Serafim da.

Governança corporativa: o perfil econômico-financeiro das empresas de capital aberto do Mercado Brasileiro de Capitais. / Fernanda Serafim da Silva. – João Pessoa: UFPB, 2014.
66f.: il.

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins.

Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – UFPB/CCSA.

1. Perfil econômico-financeiro. 2. Governança corporativa.
3. Mercado de ações. 4. Bovespa. I. Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU (2. ed.): 657(043.2)

FERNANDA SERAFIM DA SILVA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: O Perfil Econômico-financeiro das Empresas
de Capital Aberto do Mercado Brasileiro de Capitais**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis e aprovada, em sua forma final, pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins
Instituição: Universidade Federal da Paraíba

Membro: Prof. Me. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão
Instituição: Universidade Federal da Paraíba

Membro: Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena
Instituição: Universidade Federal da Paraíba

João Pessoa, 08 de Agosto de 2014

Aos meus Pais, Francisco Serafim e Sandra Bezerra, pelo amor incondicional, pelos valores que me ensinaram e pelo esforço para que eu chegasse até aqui. Aos meus irmãos, Gustavo Serafim e Fillipe Matias, pelo imenso amor, pela amizade sincera e pelos bons momentos compartilhados. Esta vitória também é de vocês!

AGRADECIMENTOS

Como já dizia, uma das maiores jornalistas do século passado, Belva Davis: “Não se preocupe com a distância entre seus sonhos e a realidade. Se você pode sonhá-los você pode realizá-los.” Hoje, vivo a realização de um grande sonho, que é ter uma formação superior. Em toda a caminhada, foi preciso muito esforço, dedicação, paciência, noites e madrugadas estudando, perseverança, enfim, todos os adjetivos que se relacionam com um longo e árduo caminho para a concretização de um sonho.

Em primeiro lugar, quero agradecer a Deus por ter me dado a vida e o seu amor infinito. Por estar comigo, em todos os momentos difíceis e quando eu mais precisei sempre senti e ainda sinto sua presença, me mostrando o verdadeiro sentido da vida.

Agradecer ao meu alicerce, que é a minha família, meu grande amor. À minha mãe Sandra Bezerra, por estar sempre ao meu lado, vendo o meu dia a dia, me dando apoio nos momentos em que estive preocupada com as minhas obrigações acadêmicas, dando o seu colo para descansar e cuidando de mim para que eu não perdesse a força de lutar e buscar os meus sonhos. Ao meu pai Francisco Serafim, exemplo de vida, força e garra. O homem que sempre soube me mostrar o certo e o errado de uma maneira paciente e única. Aos meus irmãos Gustavo Serafim e Fillipe Matias que em todo o momento, em qualquer escolha que eu fizesse, estavam me apoiando e dando subsídio para que eu acreditasse na minha trajetória de vida pessoal e acadêmica.

Ao meu orientador e mestre, Orleans Silva Martins, que com muita paciência e dedicação, dedicou seu valioso tempo para me orientar em todos os passos desse trabalho, mostrando o que estava correto e errado. Seus ensinamentos foram de suma importância para que eu fizesse um trabalho que pudesse contribuir para o meu desenvolvimento, crescimento profissional e acadêmico.

Aos meus amigos de curso e de classe, com eles aprendi conviver, respeitar e construir verdadeiros e eternos laços de amizade. Obrigada por estarem em todos os momentos especiais e únicos da minha vida pessoal e acadêmica, nossos instantes de estudos, brincadeiras, risadas, e também em momentos difíceis, estivemos sempre juntos, para entender e resolver o problema um do outro. E a todos aqueles que estiveram ao meu lado direta ou indiretamente em todo o processo de formação do curso. Esta jornada não seria a mesma sem a cumplicidade e o carinho de vocês.

A todos os meus professores do curso, que me ensinaram, me guiaram, me expuseram um aprendizado eficaz e eficiente, para que hoje eu me tornasse a profissional que sou.

A todos vocês, meu muito obrigada!

“Que os vossos esforços desafiem as impossibilidades, lembrai-vos de que as grandes coisas do homem foram conquistadas do que parecia impossível.”

Charles Chaplin

RESUMO

A pesquisa aqui relatada busca analisar o perfil econômico-financeiro das empresas de capital aberto da Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 2008 a 2012, no nível Tradicional e nos níveis diferenciados de Governança Corporativa; assim como comparar esses perfis. Este estudo caracteriza-se como empírico-analítico através de uma abordagem quantitativa. Para efetuar a análise, foi necessária a coleta de dados de uma amostra de 84 empresas pelo sistema Economatica, de acordo com seus relatórios anuais e segmentos de governança. O trabalho também aborda a Governança Corporativa e sua influência nos índices financeiros e econômicos, além do valor da quantidade média de ações negociadas e o grau de concentração de ações totais e ordinárias nas empresas no período estudado. O resultado da pesquisa evidenciou uma relação entre os índices financeiros e econômicos. Este resultado ilustrou que, quanto maior a evidenciação de informações, maiores são os resultados para a empresa e mais informações os futuros acionistas terão; assim como a relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa. Nos índices financeiros há uma forte evidência dos dados no segmento Tradicional e Novo Mercado, que está ligado ao controle de ações e ao futuro das empresas, além de maior retorno das ações investidas. Nos índices econômicos, o segmento Nível 1 foi o que teve mais destaque na maioria das variáveis analisadas, onde há as maiores receitas líquidas em relação aos outros segmentos. Isso influencia no lucro das ações e na sua margem líquida e mostra que há um ótimo relacionamento de uso do capital próprio e terceiro das empresas. Os outros segmentos se mantiveram numa estabilidade relativamente considerável. As análises possibilitam a constatação de que as empresas com maior nível médio de informações financeiras e econômicas têm a maior rentabilidade acionária, de acordo com o segmento de governança escolhido por elas. Logo, a compreensão e análise deste estudo é importante para se entender os motivadores da implementação da governança, seja por retornos financeiros e econômicos sobre os investimentos feitos, ou por gerenciamento de resultados entre as empresas listadas que compõem a amostra no mercado de ações. Sendo assim, a partir dos resultados, verificou-se que a governança corporativa possui relação importante com sua análise estatística significativa em relação ao perfil econômico-financeiro; como, também, no desempenho das empresas que adotam as práticas de governança.

Palavras-chaves: Perfil Econômico-financeiro. Governança Corporativa. Mercado de Ações. Bovespa.

ABSTRACT

As a result, the research reported here analyzes the economic and financial profile of publicly traded companies from the São Paulo Stock Exchange, over the period 2008-2012, in the Traditional level and different levels of Corporate Governance; as well as to compare these profiles. This study is characterized as empirical-analytic via a quantitative approach. To perform the analysis, it was necessary to collect data from a sample of 84 companies by Economatica system, according to its annual reports and segments of governance. The work also deals with the corporate governance and its influence on the financial and economic indices, in addition to the value of the average number of shares traded and the degree of concentration of total shares in companies during the study period. The result of this research showed a link between financial and economic indices. This result illustrated that the higher is the disclosure of information, the greater are the result for the company. Besides, future shareholders will have more information; as well as the significant correlation between market value and corporate governance. In financial indexes, there is strong evidence of the data in the Traditional and New Market segment, which is connected to the control actions and the future of business and greater return on stocks invested. In economic indices, the Level 1 segment was what has had most prominent in most of the variables analyzed, where there is the greatest net revenue compared to the other segments. This influences the actions of profit and its net margin and it shows that there is a great relationship in the use of the equity of companies and third parties. The other segments are maintained at a relatively considerable stability. The analyzes enable the finding that firms with higher average level of financial and economic information have the largest shareholder profitability, according to the segment of governance chosen by them. Thus, understanding and analysis of this study is important for understanding the drivers of implementation of governance, whether for financial and economic returns on investment, or earnings management between that make up the sample in the stock market listed companies. Therefore, from the results, it was found that corporate governance plays an important relationship in a meaningful statistical analysis relative to the economic and financial profile; also, as in the performance of companies adopting governance practices.

Keywords: Economic and Financial Profile. Corporate Governance. Stock Market. Bovespa.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Requisitos dos Mercados da Bovespa	30
Quadro 2 – Empresas Listadas na Bovespa e seus níveis de Governança Corporativa	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade de Empresas por segmento de Governança Corporativa ...	32
Tabela 2 – Estatística Descritiva da Concentração de Ações Totais do Maior Acionista (%)	45
Tabela 3 – Estatística Descritiva da Concentração de Ações Ordinárias do Maior Acionista (%)	46
Tabela 4 – Estatística Descritiva da Quantidade Média de Ações no ano (em milhares R\$)	47
Tabela 5 – Estatística Descritiva da Variável Valor de Mercado (em milhares de R\$)	49
Tabela 6 – Estatística Descritiva da Variável P/L (Preço por Lucro)	50
Tabela 7 – Estatística Descritiva da Variável Liquidez	51
Tabela 8 – Estatística Descritiva da Variável Beta (Risco)	52
Tabela 9 – Estatística Descritiva da Variável Retorno da Ação (%)	53
Tabela 10 – Estatística Descritiva da Variável Ativo Total (em milhares de R\$)	54
Tabela 11 – Estatística Descritiva da Variável Receita Líquida (em milhares de R\$)	55
Tabela 12 – Estatística Descritiva da Variável Lucro por Ação (LPA)	56
Tabela 13 – Estatística Descritiva da Variável Margem Líquida (%)	57
Tabela 14 – Estatística Descritiva da Variável Endividamento (%)	58

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

BTC – Banco de Títulos

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativas

IFRS – International Financial Reporting Standards

IPO – Oferta Pública Inicial

N1 – Nível 1

N2 – Nível 2

NM – Novo Mercadoria

ON – Ação Ordinária Nominativa

PN – Ação Preferencial Nominativa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 Problema de Pesquisa	17
1.2 Objetivos	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivo Específico	17
1.3 Justificativa	18
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1 O Mercado Brasileiro de Capitais	21
2.1.1 Empresas de Capital Aberto	23
2.2 Governança Corporativa	24
2.2.1 Níveis de Governança Corporativa na Bovespa	26
2.2.1.1 Nível Tradicional de Governança Corporativa	27
2.2.1.2 Nível1 de Governança Corporativa	27
2.2.1.3 Nível2 de Governança Corporativa	28
2.2.1.4 O Novo Mercado	28
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	31
3.1 Estratégia de Pesquisa	31
3.2 Amostra e Coleta de Dados.....	31
3.3 Técnicas de Análises	33
3.3.1 Concentração de Ações Totais	34
3.3.2 Concentração de Ações Ordinárias	34
3.3.3 Quantidade Média de Ações por Ano	35
3.3.4 Indicadores Financeiros	35
3.3.4.1 Valor de Mercado	35
3.3.4.2 Relação Preço/Lucro da Ação (P/L)	36
3.3.4.3 Liquidez da Ação	36
3.3.4.4 Risco da Ação (Beta)	37
3.3.4.5 Retorno da Ação	38

3.3.5 Indicadores Econômicos	39
3.3.5.1 Ativo Total	39
3.3.5.2 Receita Líquida	39
3.3.5.3 Lucro por Ação	40
3.3.5.4 Margem Líquida	41
3.3.5.5 Índice de Endividamento	42
 4 ANÁLISES DE RESULTADOS	44
 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	61

1 INTRODUÇÃO

Governança Corporativa é um assunto cujo interesse e impacto na gestão empresarial vem crescendo com o decorrer do tempo, como também, vem se relacionando a diversos aspectos políticos e administrativos em busca do desempenho empresarial e da agregação de valor aos acionistas.

A busca de investimentos que tragam o máximo de retorno possível com o mínimo de risco faz com que os investidores busquem as melhores oportunidades, e a escolha de um segmento de Governança Corporativa influencia muito nas suas decisões e no seu retorno futuro, pois se trata de um tema relevante, discutido atualmente e que vem sendo adotado ainda mais pelas empresas nos últimos anos.

Na visão de Carvalho (2003) a migração de empresas para níveis de governança corporativa da Bovespa apresenta impacto positivo sobre a valorização das ações, aumenta o volume de negociação e liquidez.

A necessidade de se adquirir capital, seja de pessoa física ou jurídica, é iminente. Independente das razões que motivam cada uma dessas decisões individuais, de alguma forma, essa transferência de recursos dos poupadores para os tomadores precisa ser viabilizada.

Os recursos financeiros e econômicos, sendo eles de curto ou longo prazo precisam interagir com o mercado financeiro para que seus gestores tomem a decisão mais adequada nos investimentos dos seus ativos (ações) onde possam fazer com que suas produções sejam produtivas.

Segundo Silveira (2002), as características de um sistema de Governança Corporativa dependem muito do ambiente institucional do país no qual a empresa está inserida. Os países geralmente apresentam sensíveis diferenças em relação aos sistemas de Governança Corporativas adotadas pelas empresas. Isso ocorre porque o Estado modela as especificidades de cada mercado de capitais por meio dos sistemas financeiro e legal pelo grau de proteção aos investidores.

Logo, a Governança Corporativa difere significativamente entre os países, isso devido a vários motivos, como as restrições políticas e legais sobre o controle e propriedade das empresas, sendo elas públicas ou privadas. A economia global fomenta e propicia a criação de uma estrutura de Governança Corporativa relativamente uniforme, a qual pode ser utilizada por empresas do mundo inteiro. Esse processo não é diferente no Brasil, onde o atual modelo está sob intensa

pressão para se adequar as regras internacionais. O objetivo atual é de superar barreiras e permitir a aplicabilidade de um modelo de governança corporativa no país, com impacto direto sobre a performance e capacidade das empresas brasileiras de competir globalmente (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

À área de investimento cabe a avaliação de alternativas de aplicações com base em métodos de análise da viabilidade econômico-financeira, visando dar à organização a estrutura ideal quanto a ativos fixos e correntes, tendo como objetivo obter o maior retorno possível sobre esses investimentos, considerando o nível de risco que os proprietários estejam dispostos a correr (SANVICENTE, 1987).

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) buscando fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais e os possíveis benefícios que podem trazer aos investidores criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sendo eles o Nível 1, Nível 2, além do Tradicional que já existe. Onde mostra aos investidores a qualidade das ações das empresas que adotam as práticas que são exigidas pelos novos segmentos, já sabendo que os investidores buscam qualidade e valorização no mercado de ações.

Segundo o Instituto Brasileiro Governança Corporativa (2013, p. 1):

Basicamente, o segmento de Nível 1 caracteriza-se por exigir práticas adicionais de liquidez das ações e *disclosure*. Enquanto o Nível 2 tem por obrigação, práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração. O Novo Mercado, por fim, diferencia-se do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. Estes dois últimos apresentam como resultado esperado a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e de risco, o aumento de investidores interessados e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que trazem benefícios para investidores, empresa, mercado e Brasil.

Assim, foi sendo criada toda uma estrutura normativa e operacional, para permitir que as operações fossem realizadas cada vez mais com segurança, transparência e eficiência. Nesse sentido, foram editadas leis que disciplinam o mercado de capitais, criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e disciplinando as sociedades anônimas.

Em face de todas essas considerações, percebe-se a importância de analisar o perfil econômico-financeiro pelas empresas de capital aberto que adotam como perfil empresarial a Governança Corporativa nos últimos anos, assim como o seu mercado realizando considerações relevantes sobre o problema apresentado. Nesse sentido será apresentado uma análise econômico-financeira do perfil das

empresas que integram o mercado tradicional e os níveis diferenciados de Governança Corporativa entre os anos de 2008 a 2012 com empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa).

1.1 Problema de Pesquisa

O perfil econômico e financeiro das empresas de capital aberto e geridas sob os conceitos da governança corporativa, possuem em suas atividades gerais um tratamento especial no que se refere à gestão da informação estratégica com divulgação clara, consistente e confiável de atos e fatos relevantes relacionados à empresa e aos seus acionistas. Logo, esse tema possui relevância pela crescente importância das práticas de Governança Corporativa para a sociedade, profissionais do meio acadêmico e do mercado de ações, assim como os seus usuários, pois, por meio das avaliações feitas de cada segmento especial da BM&FBovespa será possível avaliar o perfil econômico-financeiro das empresas entre os anos de 2008 a 2012.

Com base nisso, estabelece-se o seguinte problema de pesquisa: qual é o perfil econômico-financeiro das empresas abertas brasileiras, de acordo com seus Níveis de Governança Corporativa.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Apresentar uma análise econômico-financeira do perfil das empresas entre os anos de 2008 a 2012 relacionando os segmentos de Governança Corporativa escolhido por empresas listadas na BM&FBovespa.

1.2.2 Objetivo Específico

- I. Identificar o perfil econômico das empresas que integram o mercado tradicional e os níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa,
- II. Identificar o perfil financeiro das empresas que integram o mercado

tradicional e os níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa;

- III. Comparar os perfis econômico e financeiro das empresas que compõem o mercado tradicional com aquelas que estão listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

1.3 Justificativa

Como medida para dirimir os riscos e o retorno possível da aplicação de ações no mercado variado, onde na maioria das empresas contam com apenas um controlador, que a qualquer momento pode vir a prejudicar a transparência das informações aos acionistas minoritários e aos possíveis e futuros investidores, que foi criado a partir do ano 2000 os Níveis de Governança Corporativa da Bovespa, na intenção de aumentar a segurança do investidor, onde estimule o seu interesse e a valorização das organizações.

Sob o ponto de vista econômico-financeiro, as empresas existem para maximizar a riqueza dos acionistas e gerar valor para os grupos de interesse, ou seja, os stakeholders¹ (BREALEY; MYERS, 2005; BRIGHAM; HOUSTON, 1999; WESTON; BRIGHAM, 2000).

Moraes (2003, p.1) diz que: “o conhecimento da conjuntura econômica, social e política do país, bem como os resultados e demonstrações financeiras das organizações, e o entendimento de como funciona a dinâmica do mercado de capitais são vitais para a inserção de investidores no mercado de capitais.”

A partir do momento em que a companhia decide abrir seu capital e passa a ter centenas ou milhares de novos sócios, passa a ser primordial um bom relacionamento com o mercado em relação a consistência no envio de informações e níveis mais avançados de abertura de informações, pois, a Governança Corporativa visa aumentar a probabilidade dos acionistas ou até mesmo fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre o seu investimento permitindo que seja tomada decisões fundamentadas nas informações prestadas.

¹ O termo inglês **stakeholders** (que poder ser traduzido como 'parte interessada') designa uma pessoa, grupo ou entidade com legítimos interesses nas ações e no desempenho de uma organização e cujas decisões e atuações possam afetar, direta ou indiretamente, essa mesma organização.

Partindo-se do pressuposto que com mais informações disponibilizadas haverá maior transparência das companhias, e assim, estas possivelmente captarão mais recursos e melhorarão seus desempenhos (WILLSON, 2007).

A Governança Corporativa para Shleifer e Vishny (1997) representa um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Em sentido mais amplo, Costa (2008) explica que a Governança Corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores.

As boas práticas de governança resultam da adoção de mecanismos que conduziriam os gestores a proteger os interesses dos acionistas (ALMEIDA, 2008).

Sendo assim, as práticas de Governança Corporativa possuem menor custo de capital e maior retorno do investimento, gerando consequentemente, maior valor para os acionistas e percepção de valor nas organizações.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2013, p.1) explica que boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Nesse sentido, as boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas de companhia aberta usam de todas as ferramentas de comunicação disponível, pois se ocorrer pouca transparência pode afugentar os minoritários e inviabilizar o mercado acionário afetando os negócios empresariais, como pode acontecer o contrário, relacionado com empresas que tem suas ações altamente confidenciais, onde ela não irá ter uma transparência mais existente, logo é possível entender que o respeito ao investidor e ao mercado são os conceitos que estão relacionados a essa ideia e devem ser disseminados junto ao público interno. Onde o importante é estabelecer a noção de que a boa governança alinha o interesse de todos os interessados, sendo ele na esfera pública ou privada, e fortalece a percepção positiva da companhia junto ao mercado.

Na maioria das pesquisas sobre Governança Corporativa o objetivo é buscar descobrir uma estrutura mais eficiente de governança, tentando diminuir a diferença entre o valor da companhia caso fosse operada de forma ótima e sua avaliação no mercado, tendo em vista, que ocorre nos dias atuais uma forte percepção no sentido de que não existe mais um equilíbrio de poder entre acionistas, diretoria e altos executivos de empresas que possuem um grande número de acionistas no mercado.

Como argumentam Cavalcante Filho e Misumi (2001), uma empresa que tem uma boa política de divulgação de informações reduz o risco de investimento e valoriza suas ações no mercado secundário. Isto ocorre, porque quando os acionistas se sentirem mais seguros em relação ao rumo dos negócios passarão a exigir menores retornos sobre o capital investido. Além disso, esses podem se dispor a reinvestir os lucros conquistados, tornando-se uma fonte quase que permanente de capitalização da empresa.

Logo, o entendimento da estrutura de governança corporativa passa pelo entendimento da estrutura de propriedade da empresa. Na medida em que o mercado de capitais se torna mais sofisticado, a discussão sobre o tema ganha cada vez mais destaque no âmbito corporativo.

Todo o movimento em torno da Governança Corporativa se justifica pela hipótese de que o assunto é importante para o desempenho e valor das empresas. Como é este o questionamento da pesquisa, justificar a importância da governança corporativa no meio empresarial e dos negócios relacionados com os níveis diferenciados de governança e suas análises econômicas e financeiras para uma boa projeção da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O Mercado Brasileiro de Capitais

Conforme a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2013, p.1), Mercado de Capitais é o conjunto de mercados, instituições e ativos reais e financeiros possuídos por uma empresa ou fundo de investimento, que viabilizam a transferência de recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas) e aplicadores (investidores) desses recursos. Essa transferência ocorre por meio de operações financeiras que podem se dar diretamente entre companhias e investidores ou através de intermediários financeiros.

Na medida que a economia de um país cresce, há a necessidade do mundo dos negócios ter muitas razões para levantar dinheiro, ter um capital. Um conjunto de fatores contribuiu para tal crescimento, entre os quais, estabilização político-econômica, a intensificação do ingresso de investidores estrangeiros, entre outros motivos que movimenta a economia. A riqueza nacional é função básica originária do mercado de capitais e por meio dela diversos agentes econômicos negociam ativos diversos das companhias abertas.

Segundo Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 16-19), as operações no mercado de capitais usualmente são de longo prazo e podem envolver a compra de participação acionária no empreendimento. No mercado de capitais, os principais títulos negociados são as ações e as debêntures, que são títulos representativos do capital das empresas, que não dependem da participação de intermediários bancários.

O crescimento das companhias implica na necessidade de captação de recursos para atender a realização dos novos projetos para a companhia. No Brasil estes recursos são obtidos através do mercado de crédito. E o mercado de ações torna-se um objeto importante para a captação destes recursos.

Como diz Assaf Neto (2000, p.102), o mercado de capitais é o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimentos.

No mercado brasileiro de capitais, a captação de recursos muitas vezes são através das ações, que implica no aumento do capital investido. Essas ações podem ser ordinárias ou preferenciais.

- ✓ *Ordinárias* - que proporcionam participação nos resultados da empresa e conferem ao acionista o direito de voto em assembleias gerais, onde, esses votos são exercidos através da eleição e destituição dos membros da diretoria e do conselho da companhia, autorização de emissões de debêntures, aumento do capital social, reforma do estatuto social, decisão sobre o destino do lucro, entre outras;
- ✓ *Preferenciais* - que garantem ao acionista a prioridade no recebimento de dividendos (geralmente em percentual mais elevado do que o atribuído às ações ordinárias) e no reembolso de capital, no caso de dissolução da sociedade. Na maioria das vezes, o acionista preferencial mostra um interesse muito maior pelo lucro da companhia do que pelo seu controle.

De acordo com a CVM, em 1850 entrou em vigor o código comercial brasileiro, fundamentado no modelo francês, se constituindo no alicerce sobre o qual se erigiu a regulamentação legal a respeito das sociedades anônimas e suas relações comerciais. Posteriormente, diversas foram as leis que abordaram matérias societárias, dando-se destaque ao Decreto nº 434/1891, que consolidou as disposições existentes sobre as sociedades anônimas; a Lei nº 2.024/1908, que as submeteu ao regime falimentar; o Decreto-lei nº 2.627/1940, que estabelece diretrizes para as sociedades por ações; a Lei do Mercado de Capitais, nº 4.728/1965, que estabeleceu o conceito de sociedade anônima de capital aberto; e a Lei nº 6.404/1976, que também dispõe sobre as sociedades por ações, tendo substituído o Decreto-lei nº 2.627, retromencionado (MORAES, 2011).

A partir da entrada em vigor das Leis 6.404/76, que estabeleceu novos paradigmas para a atuação das sociedades anônimas, e da Lei 6.385/76 que criou a CVM e definiu suas atribuições e competências, cresceu o número de empresas que se utilizaram do mercado de capitais para captar recursos, da mesma forma que, também, aumentou o número de investidores (MORAES, 2011).

A exemplo do que ocorre em muitos outros países, cada vez mais o mercado de capitais brasileiro será uma alternativa de diversificação de

investimentos pessoais e de capitalização de empresas. Esse crescimento é muito importante para o país, por vários fatores. O primeiro deles é que o desenvolvimento do mercado de capitais é uma excelente opção de financiamento e capitalização das empresas, para viabilizar os seus projetos de investimentos. Também para as pessoas físicas, na medida em que se torna uma alternativa de aplicação financeira e formação de patrimônio de longo prazo (LACERDA, 2011).

O mercado de capitais brasileiro trouxe e traz progressos importantes com as empresas diversas que estão surgindo no mercado com base acionária formada apenas por ações ordinárias. Isso não só contribui para impulsionar as ofertas de ações como também para ampliar as fontes de financiamento das empresas. Logo, a intenção é democratizar ainda mais o mercado de capitais, ampliando o número de empresas nas bolsas de valores e multiplicando o número de investidores.

2.1.1 Empresas de Capital Aberto

As Sociedades Anônimas de Capital Aberto são de extrema relevância para o mercado de capitais, são aquelas que emitem títulos (ações) a serem negociados em Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão (corretoras, instituições financeiras), e que possuem registro na Comissão de Valores de Mercados (CVM), portanto, autorizada a distribuir valores mobiliários de sua emissão junto ao público.

Como conceito de companhia aberta, Lagioia (2009, p. 99) diz que:

A companhia aberta é aquela que possui o seu capital social dividido em ações, as quais são admitidas à negociação nos mercados organizados (bolsas de valores e mercado de balcão), e que se encontra registrada no órgão competente (no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários [CVM]).

Logo, para que uma empresa possa abrir o seu capital, é necessário que esta esteja estabelecida como Sociedade Anônima.

Fortuna (2002, p. 482) diz que Sociedade Anônima “é aquela cujo capital dividi-se em ações, e sua regulamentação encontra-se disposta na Lei 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas.”

Como principais características das companhias abertas, Lagioia (2009, p. 99) diz que:

1 – As Sociedades Anônimas de capital aberto possuem o seu capital dividido em ações e os seus valores mobiliários são admitidos nos

mercados organizados (bolsas de valores e mercado de balcão organizado), as sociedades que estes valores mobiliários não são admitidos nos mercados organizados denominam-se companhias fechadas.

2 – São fiscalizadas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda. Possui papel normatizador e fiscalizador, visando estimular e aprimorar o mercado de capitais e proteger os investidores.

3 – Possuem obrigação pública de prestar informações ao mercado, grande público, bolsas de valores ou entidades de balcão organizado e a própria Comissão de Valores Mobiliários, de forma padronizada, de modo a garantir transparência aos investidores.

4 – Através da negociação nas bolsas de valores, as entidades disponibilizam uma parcela de seu capital para negociação.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2013), conforme a Deliberação CVM nº 488/05, reformada pela Deliberação CVM nº 595/09, para as Companhias de Capital Aberto, as demonstrações contábeis obrigatórias são:

- (1) Balanço Patrimonial (BP)
- (2) Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)
- (3) Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)
- (4) Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)
- (5) Demonstração do Valor Adicionado (DVA)
- (6) Demonstração do Resultado Abrangente (DRA)

Verifica-se que a CVM apesar de adotar devidamente a Lei das Sociedades Anônimas – S/A, exige das sociedades de capital aberto a substituição da Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados (DLPA) pela Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), assim como, em consequência da Deliberação nº 595/09, criou a obrigatoriedade de um demonstrativo novo: Demonstração do Resultado Abrangente – DRA.

2.2 Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2013, p.1):

Governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal.

A Governança Corporativa traz influência da gestão empresarial tratando de políticas e práticas que demonstrará o desempenho da empresa, onde o objetivo é a busca de resultados que agregarão valor na companhia para os seus acionistas. Sabendo que, o acionista é o maior protagonista da Governança Corporativa, pois, vem dele o processo da tomada de decisões, onde a maioria deles estão mais dispostos em investir suas ações em empresas que pratiquem a governança corporativa.

As empresas que adotam a governança tem como objetivo a geração de riqueza, assim como, os acionistas também buscam empresas que tenham responsabilidades corporativas, ambientais e sociais, pois estes atributos empresariais ganham destaque institucionais, como também haverá uma vantagem competitiva entre as ações empresariais.

A BM&FBovespa, em 2000, lançou segmentos especiais de listagem das empresas. Esses segmentos têm como objetivo fazer com que haja um interesse dos investidores junto a companhia, proporcionando assim um ambiente favorável de negociação e conseqüentemente uma valorização da empresa que está listada voluntariamente na bolsa.

Além do segmento Tradicional, existem os segmentos especiais de listagem do mercado de ações se dividem da seguinte maneira: Bovespa Mais, Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2. Os segmentos existentes prezam por uma rígida regra de governança corporativa em que todas as empresas listadas terão que seguir perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/As), pois estas empresas sabem da qualidade de avaliação que terão assim que decidirem aderir um dos níveis de listagem mencionado

Um dos principais motivos das empresas em aderir aos segmentos de governança corporativa é a adoção das melhores práticas que refletem imediatamente nos programas de responsabilidade social da empresa, atraindo parcerias, voluntariado e apoios, pois, aumenta a aceitação da marca entre o público e dá maior visibilidade perante a comunidade, aumentando o respeito pela marca e atraindo a boa vontade para com a empresa.

Segundo Ross (1996, p. 34-35), Brigham e Houston (1999, p. 19-20), alguns dos mecanismos que também fazem com que a administração seja fiel aos interesses dos acionistas:

- a) Os acionistas determinam a composição do Conselho de Administração;

- b) Ameaça de demissão dos executivos que não cumprirem adequadamente seu papel na maximização da riqueza dos acionistas;
- c) Esquemas de remuneração para os administradores, como, por exemplo, opção de compra de ações a um preço dado, dentro de um período de tempo especificado, concedida a um executivo como parte de seu pacote de remuneração;
- d) Venda da empresa caso o preço da ação caia em decorrência da má administração;
- e) Ameaça de aquisição do controle acionário;
- f) Concorrência no mercado de trabalho de executivos.

Na teoria econômica tradicional a Governança Corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas (IBGC, 2013).

2.2.1 Níveis de Governança Corporativa na Bovespa

Os níveis de governança corporativas criados pela Bovespa tem como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um dos segmentos de listagem que se encontram na bolsa, como também, favorecer a transparência do mercado acionário, que tem como ponto importante a demanda de mercado de capitais que visa desenvolver um tratamento equânime para os acionistas envolvidos com a intenção de serem reduzidos seus problemas acionários em prol do crescimento e da diversificação do sistema financeiro.

Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações, segundo o *site* da BM&FBovespa, possuem “regras rígidas de governança corporativa”. Estas vão além das obrigações impostas pela Lei das Sociedades por Ações e melhoram a

avaliação das companhias, que decidem aderir de forma voluntária. Sendo classificadas em Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2), Nível 1 (N1).

Uma das intenções da Bovespa, com a criação desses segmentos, é a de tentar oferecer um ambiente que proporcione uma maior segurança aos investidores e uma melhor valorização das companhias listadas nos mesmos. A ideia é a de que, a qualidade e a quantidade das informações prestadas reduz a incerteza e os riscos, reduzindo o custo de captação de recursos. Isso incentivaria novas aberturas de capital e emissões, tornando o mercado de capitais brasileiro uma alternativa viável de financiamento para as empresas (BOVESPA, 2013).

2.2.1.1 Nível Tradicional de Governança Corporativa

Faz parte deste segmento todas as companhias que não aderiram a nenhum outro nível mais elevado de governança corporativa.

Uma das características deste segmento é que permite a existência de ações emitidas no modo ON (ordinária nominativa) onde se tem o direito de participar das decisões da companhia e PN (preferencial nominativa) onde o acionista está mais preocupado em lucrar com as ações sem ter o direito e o interesse efetivo em participar das decisões da companhia, sendo conforme a legislação. E outra característica é que a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado é facultativa.

2.2.1.2 Nível 1 de Governança Corporativa

As empresas que estão listadas neste nível de governança tem o compromisso de fornecer informações aos investidores, com a maior transparência, que auxilie como forma de avaliação da empresa. Lembrando que estas empresas não tem parte beneficiária.

Este nível, assim como os outros têm suas exigências particulares, como divulgar os relatórios financeiros mais completos como exemplo as Demonstrações Financeiras Consolidadas, quantidade de ações em circulação, Relatório de revisão especial emitido por auditor independente. Como também companhias listadas nesse segmento deve manter um *free float* (quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado) mínimo de 25%.

2.2.1.3 Nível 2 de Governança Corporativa

Para que as empresas que estejam interessadas neste segmento de Governança Corporativa da Bovespa, além de atender às mesmas exigências definidas para as empresas que fazem parte do Nível 1, há uma exigência e um conjunto bem mais amplo, como por exemplo, permite a existência de ações ON e PN, sendo com direitos adicionais. E tem como obrigações adicionais a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS² ou USGAAP³.

Quanto a Câmara de Arbitragem do Mercado pode-se dizer que ela foi constituída pela Bovespa em 2001 com o intuito de resolver possíveis conflitos societários propiciando às empresas economia de tempo e recursos. Fazem parte desta os controladores, administradores e o Conselho Fiscal das companhias nível 2, além da própria Bovespa (BOVESPA, 2013).

2.2.1.4 O Novo Mercado

A premissa básica do Novo Mercado segundo a Bovespa (2013) é “valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelo direito concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias”.

Este segmento conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa. Uma das exigências deste nível de segmento é que as companhias seja composta apenas por ações ordinárias. Vale informar que as empresas que estão abrindo capital (IPO) recentemente estão escolhendo este segmento que é aonde está havendo um maior interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Segundo Carvalho (2002, p. 27), a criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil em que o setor privado toma a liderança

² **International Financial Reporting Standards (IFRS)** são normas internacionais de contabilidade, um conjunto de pronunciamentos contábeis internacionais publicados e revisados pelo International Accounting Standards Board (IASB).

³ **Generally Accepted Accounting Principles (USGAAP)** caracterizado por uma regulamentação intensa com organizações formadas por contadores para fixar padrões e pressão crescente na direção de um sistema contábil uniforme.

o processo de promover reformas. Essa iniciativa foi inspirada no *Neuer Markt* Alemão.

Conforme Peixe (2003), alguns países da Europa criaram segmentos em suas Bolsas de Valores similares ao NM brasileiro. Podem ser citados como exemplos dessa iniciativa o *Neuer Markt* na Alemanha, o *Nuovo Mercato* na Itália, o *Nouvéau Marche* na França e o e o *TechMark* na Inglaterra. Esses, “Novos Mercados”, foram criados com o objetivo de atrair empresas de alta tecnologia e grande potencial de crescimento.

Citando alguma de suas características, assim como no Nível 2, tem também compondo o conselho de administração no mínimo cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de no máximo dois anos. E onde suas demonstrações financeiras têm que serem traduzidas para o inglês. Tendo a necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

As empresas que tem em vista fazer sua abertura de capital via NM necessitam que esta se faça através de uma distribuição pública com valor mínimo de R\$ 10 milhões, seja ela primária, secundária ou uma combinação das duas (BOVESPA, 2013).

Segundo Peixe (2003), o NM traz maior segurança ao investidor, pois neste segmento são negociadas apenas ações com direito a voto. Isto permite que este possa acompanhar mais de perto a evolução da companhia. Assim, ele tem a oportunidade de adquirir um “produto” (ação) com características diferenciadas de qualidade.

Quadro 1 – Requisitos dos Mercados da Bovespa

Requisitos	Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	Característica s das Ações Emitidas	Conselho de Administração	Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Concessão de Tag Along	Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado
Tradicional	Não há regra	Permite a existência de ações ON e PN	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Facultativo	80% para ações ON (conforme legislação)	Facultativo
Nível 1	No mínimo 25% de free float	Permite a existência de ações ON e PN	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Facultativo	80% para ações ON (conforme legislação)	Facultativo
Nível 2	No mínimo 25% de free float	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	US GAAP ou IFRS	100 % para ações ON e 80% para ações PN	Obrigatório
Novo Mercado	No mínimo 25% de free float	Permite a existência somente de ações ON	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	US GAAP ou IFRS	100 % para ações ON	Obrigatório

Fonte: Bovespa (2013, p.1)

A Bovespa acredita que a adoção destas práticas de governança corporativa oferece para as empresas uma excelente oportunidade de captar recursos a custos competitivos e, para os investidores, um mercado mais seguro de investimento de longo prazo (BOVESPA, 2013).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Estratégia de Pesquisa

Este trabalho foi elaborado na forma de pesquisa quantitativo-descritiva, cujo objetivo principal é descrever as relações quantitativas entre as variáveis estudadas, utilizando métodos estatísticos, sendo uma pesquisa empírica, tendo como finalidade a análise econômico-financeira das empresas que estão listadas na BM&FBovespa e os seus segmentos de Governança Corporativa, no período de 2008 a 2012. O referencial teórico necessário como embasamento para a pesquisa foi obtido em livros, publicações especializadas, dissertações e teses, assim como sítios da Internet relacionados ao tema.

A pesquisa desenvolvida é quantitativa, com uma abordagem empírico-analítico. Segundo Martins (1994, p. 26):

Esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativa. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Quanto aos fins, a pesquisa deste trabalho é explicativa, uma vez que busca explicar se níveis diferenciados de Governança Corporativa realmente influenciam no valor das ações das empresas negociadas na Bovespa.

Segundo Vergara (2007), este tipo de pesquisa visa esclarecer quais fatores contribuem de alguma forma para a ocorrência de determinado fenômeno.

3.2 Amostra e Coleta de Dados

A amostra estudada é composta por empresas de capital aberto, cujas informações financeiras e econômicas serão usadas e mostradas no decorrer do trabalho, com a base de dados do *software* Economatica⁴.

⁴ O sistema **Economatica** constitui uma ferramenta para análise de investimento em ações utilizadas por analistas das maiores instituições de ações e de fundos de investimento. Trata-se de um conjunto de avançados módulos de análise que operam sobre uma base de dados de grande abrangência e de alta confiabilidade.

Na Coleta dos dados verificou-se no sistema Economatica que, em várias empresas, existiam grandes lacunas nas cotações, impossibilitando o cálculo e consequentemente uma análise futura, por ter muitos *outliers*. Visando sanar esse problema, os dados foram filtrados em 84 empresas com informações mais consistentes e compreensíveis para um estudo mais eficaz. Então foi coletado dados entre os exercícios de 2008 a 2012 agrupando-os por segmento de Governança Corporativa: Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas utilizadas na amostra da pesquisa encontram-se listadas no Quadro 2. E a quantidade de empresas por segmento de governança poder ser observado na Tabela 1.

Essas informações tornam-se importante pelo simples fato de que as empresas, investidores e outros usuários precisam obter informações de benefícios futuros em que mostrem uma melhor evidenciação do sistema acionário brasileiro. Na intenção que os fatos econômicos e financeiros relevantes sejam divulgados de forma adequada.

De acordo com Eccles et al. (2000, p.117):

[...] um dos melhores caminhos para atrair a atenção do mercado é provê-lo com muita informação. Isso concede tanto a analistas quanto a investidores algo para analisar de modo que eles possam determinar se uma oportunidade de investimento existe.

Tabela 1 – Quantidade de Empresas por Níveis de Governança Corporativa

Nível	Quantidade de Empresas
Tradicional	20
Nível 1	11
Nível2	7
Novo Mercado	46

Fonte: elaborado pelo autor

Essa quantidade ocorreu devido a empresas que não apresentavam informações em suas variáveis, assim como, a retirada de *outliers* onde deixava a análise com resultados discrepantes que influenciaria negativamente no resultado final da pesquisa.

Quadro 2 – Empresas listadas na BOVESPA e seus Níveis de Governança Corporativa

TRADICIONAL	Aco Altona	NÍVEL 1	Alpargatas	NOVO MERCADO	Arteris	Marfrig
	AES Elpa		Braskem		BHG	Metalfrio
	AES Tiete		Cemig		BR Malls Par	MMX Miner
	Ambev S/A		Gerdau		BRF SA	MRV
	Cobrasma		Itausa		CCR SA	Natura
	Dimed		Oi		CPFL Energia	Paranapanema
	Dohler		P.Acucar-Cbd		Cremer	PDG Realt
	Embratel Part		Randon Part		Csu Cardsyst	Positivo Inf
	Energisa		Tran Paulist		Cyrela Realt	Profarma
	Grazziotin		Usiminas		Eneva	Rodobensimob
	Guararapes		Vale		Eternit	Sabesp
	Karsten				Even	SLC Agricola
	Net				Eztec	Tecnisa
	Petrobras	NÍVEL 2	Eletropaulo		Generalshopp	Tegma
	Recrusul		Forja Taurus		Grendene	Tim Part S/A
	Schulz		Gol		Helbor	Totvs
	Souza Cruz		Marcopolo		Iguatemi	Trisul
	Telef Brasil		Multiplan		lochp-Maxion	Triunfo Part
	Vulcabras		Saraiva Livr		JHSF Part	Tupy
	Wetzel S/A		Taesa		Lojas Renner	V-Agro
					Lopes Brasil	Valid
					Lupatech	Viver
					M.Diasbranco	Weg

Fonte: elaborado pelo autor através do site da BOVESPA (2014).

3.3 Técnicas de Análises

Esta parte do trabalho contém a descrição da análise dos tipos de dados coletados. Primeiramente, é discutida a concentração de ações totais (ordinárias mais preferenciais), concentração de ações ordinárias (direito a voto) em posse dos controladores e quantidade média de ações por ano com o objetivo de analisar a concentração do capital nas empresas que compõem a amostra. Em seguida, apresentam-se os financeiros e econômicos que foram escolhidos por serem mais comuns nas análises de negócios e são relevantes tanto para comparação como para os procedimentos de coleta dos dados e métodos de análise. Onde, todas essas variáveis possibilitou alcançar o objetivo do estudo.

3.3.1 Concentração de Ações Totais

O estudo tem como primeira abordagem de análise a concentração de ações totais, devido à sua importância para a discussão dos itens seguintes, em que ocupa-se da análise da concentração acionária das sociedades anônimas de capital aberto no segmento de governança Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado dentro do conceito de Governança Corporativa da Bovespa, que já foi explicado em seções anteriores.

Hahn (2005, p. 01) afirma que “as empresas brasileiras são marcadas pela grande concentração acionária e controle altamente concentrado”. Okimura, da Silveira e Rocha (2007, p. 01) destacam que “o poder de controle que um acionista controlador pode ter a possibilidade o uso dos recursos da empresa em benefício próprio, enquanto outros acionistas da empresa arquem parcialmente com os custos.”

Neste sentido é possível, através de toda a pesquisa e análise de dados coletados, verificar a distribuição de ações entre acionistas minoritários e majoritários nos níveis de Governança Corporativa.

3.3.2 Concentração de Ações Ordinárias

As ações ordinárias proporcionam participação nos resultados da empresa e conferem ao acionista o direito de voto em assembleias gerais. Em que, normalmente as ações ordinárias são mais caras que a preferencial, por causa do chamado prêmio pelo controle.

Segundo Bedchuck (1999, p.30) os benefícios privados do controle consistem na utilização, pelos acionistas controladores, do direito do controle (direito de voto) para perseguirem objetivos que os beneficiem ao invés de beneficiarem a todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresa com estruturas de propriedades pulverizadas (LEAL et al. 2002, p.16).

Quanto maior o percentual de ações ordinárias em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de GC em decorrência da concentração do direito de controle. Por outro lado, entretanto, uma maior concentração do direito de controle poderia fazer com que a empresa adotasse melhores práticas de GC como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação (SILVEIRA E BARROS, 2008).

3.3.3 Quantidade Média de Ações por ano

Neste item é possível visualizar a quantidade média de ações do ativo comparada com o seu valor. A operação de aquisição das ações pelas empresas é feita diretamente através das corretoras, que fazem a intermediação entre o tomador e a BM&F BOVESPA (BTC – Banco de Títulos).

O objetivo é saber se houve, no caso da variável quantidade, aumento significativo na quantidade média de ações negociadas na Bovespa em relação ao segmento Tradicional e os níveis diferenciados de Governança Corporativa.

3.3.4 Indicadores Financeiros

3.3.4.1 Valor de Mercado

Refere-se ao valor que um produto atinge no mercado, valor este que pode ser definido como o preço médio praticado nas vendas de bens similares naquele momento naquele mercado baseando-se na concorrência e a lei da oferta e da procura. Logo, o valor de mercado muda constantemente, à medida que as ações são negociadas. Esse modelo, normalmente, pode ser definido pela Equação1.

$$VM = P * N \quad (1)$$

Em que,

VM é o valor de mercado

P é a cotação da ação no mercado

N é o número total de títulos em circulação

3.3.4.2 Relação Preço por Lucro da Ação (P/L)

Esse indicador nos dá indício se uma ação está rentável ou não, pois será avaliado o preço corrente da ação dividido pelo lucro por ação apurado pela empresa no exercício. Uma interpretação que surge é entender que esse indicador revela quantas vezes o preço da ação é superior ao lucro por ação da empresa. Na sua análise é possível saber o risco do negócio, assim como, a agregação de riqueza futura atrelado a uma análise das perspectivas da empresa. Esse indicador é calculado através da Equação 2.

$$P/L = P/LPA \quad (2)$$

Onde,

P é o Preço por Ação

LPA é o Lucro por Ação

Também conhecida por múltiplo, essa medida (P/L) é achada por meio da divisão da cotação (preço) de mercado da ação pelo lucro por ação gerado pela empresa no período. Em termos ideais, o numerador significa um valor médio obtido durante certo período de tempo, de modo a se evitem discrepâncias (oscilações bruscas). Já o denominador pode empregar o lucro líquido, operacional ou mesmo o lucro anterior aos resultados financeiros e aos impostos. Quando a relação for conseguida a partir dos lucros publicados (reais), define-se a relação como P/L histórico, ao passo que na hipótese de o denominador ser estimado para um período futuro – o lucro por ação projetado para o ano seguinte, por exemplo – a medida é denominada P/L prospectivo (RICE, 1988)

3.3.4.3 Liquidez da Ação

Liquidez é um conceito econômico que considera a facilidade com que um ativo pode ser convertido em dinheiro sem perda significativa do seu valor, levando

em consideração o interesse que o mercado tem em negociar um determinado bem ou ação.

Liquidez é um dos principais atributos da análise de investimentos no mercado de capitais, onde os acionistas e aqueles que lidam direta ou indiretamente com as ações de investimentos planejam e alocam seus recursos de acordo com os objetivos de liquidez para os seus usuários. O objetivo desta seção consiste em analisar a relação entre a liquidez das ações, tendo por base o universo de ações abordada no trabalho, ações estas que são negociadas na Bovespa entre os anos de 2008 a 2012, com referências aos segmentos de governança corporativa.

O termo liquidez pode ser entendido como a facilidade com que a ação é negociada e está relacionado ao tempo que o ativo leva para ser transacionado (VAN HORNE, 1997).

A fórmula da liquidez é mostrada através da Equação 3:

$$100 \cdot \frac{p}{P} \cdot \sqrt{\frac{n}{N} \cdot \frac{v}{V}} \quad (3)$$

Onde,

p é o número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

P é o número total de dias do período escolhido;

n é o número de negócios com a ação dentro do período escolhido;

N é o número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido (no caso, 360 dias);

v é o volume em dinheiro de negociações com a ação dentro do período escolhido;

V é o volume em dinheiro de negociações com todas as ações dentro do período escolhido.

3.3.4.4 Risco da Ação (Beta)

O risco beta (β) é utilizado para definir o risco sistemático das empresas, em que pode afetar todo o sistema financeiro ou mercado, com forte impacto na economia. Em que também pode medir a sensibilidade de um ativo em relação ao

comportamento de uma carteira que represente o mercado onde o valor de incerteza corresponde ao rendimento esperado de um determinado investimento.

Vai relacionar o retorno de um ativo e o retorno do mercado. Logo, o beta pode sofrer alterações durante um tempo, ou seja, ao longo prazo, em virtude do crescimento da empresa e sua melhoria nos resultados operacionais e financeiros.

Assim mostra a Equação 4.

$$\beta = \text{Covariância do Retorno do Ativo} / \text{Dvp (Variância do Retorno do Mercado)} \quad (4)$$

Onde,

Covar é a função covariância

Dvp é a função desvio padrão

Logo, se:

$\beta > 1$: Ativo Agressivo (O ativo possui oscilações superiores a do mercado)

$\beta = 1$: Ativo Neutro (O ativo possui os mesmos níveis de rentabilidade do mercado)

$\beta < 1$: Ativo Defensivo (O ativo possui oscilações inferiores a do mercado)

3.3.4.5 Retorno da Ação

Trata-se do lucro da empresa em relação ao investimento das suas ações, em que, ela consegue um retorno maior que o seu investimento, ou seja, que consiga multiplicar sua receita onde ultrapassa seu custo de oportunidade.

A preferência pela fórmula logarítmica optou-se em função da distribuição das frequências dos retornos. Extraíndo-se o logaritmo natural da razão (P_{it}/P_{it-1}), a curva representativa da distribuição de frequência torna-se simétrica. Já que os testes estatísticos paramétricos exigem que se trabalhe com uma distribuição normal, a fórmula logarítmica de cálculo foi a mais adequada (SOARES, ROTAGNO e SOARES, 2002). Assim mostra a Equação 5.

$$R_{it} = \text{Ln} (P_{it}/P_{it-1}) \quad (5)$$

Em que,

Ln é o logaritmo natural

R_{it} é a taxa de retorno da ação i no dia t ;

P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i na data t em moeda nacional

Um mercado é dito eficiente no sentido semi-forte quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informações tais como demonstrações financeiras publicadas pela empresa, bem como dados históricos de preço (ROSS, 1995, p.267).

3.3.5 Indicadores Econômicos

3.3.5.1 Ativo Total

De um modo geral, o ativo total compreende os bens e direitos da companhia, expressos em moeda local.

De acordo com as Normas de Contabilidade Financeira (FASB, 2014, p.1), os ativos são itens de propriedade da empresa que podem ser convertidos em dinheiro em um curto intervalo de tempo. Uma vez convertidos em dinheiro, uma empresa pode utilizar o dinheiro para pagar dívidas da empresa em circulação. As diferentes categorias de ativos incluem: caixa e equivalentes de caixa, a receber, investimentos e inventários. Outros ativos: bens intangíveis, instalações e equipamentos.

Logo, o ativo total tem sido utilizado principalmente na avaliação de investimentos nos mercados acionários, criando-se uma ótima oportunidade para a verificação dos impactos das variáveis financeiras e econômicas na explicação dos retornos das ações negociadas na Bovespa de acordo com os níveis de governança corporativa.

3.3.5.2 Receita Líquida

A receita líquida é usada na demonstração do resultado do exercício das empresas (DRE). Tais modelos buscam determinar o valor das empresas através do volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultado que são apresentados. Essas informações torna-se importante para os atuais e futuros acionistas. E na análise econômica do mercado acionário interfere no preço de uma ação e no seu lucro gerado.

Iudícibus (1966, p. 47) mostra que na ausência de pagamentos de dividendos e de novos aportes dos acionistas, o lucro seria mensurado “subtraindo-se da soma dos valores atuais das receitas líquidas que se espera auferir, desde o momento t1 até o horizonte, a soma dos valores atuais das receitas líquidas que se espera auferir, desde o momento anterior t0 até o horizonte.”

Receita líquida de vendas e serviços é a receita bruta diminuída (RIR/1999, art. 280):

- a. das devoluções e vendas canceladas;
- b. dos descontos concedidos incondicionalmente;
- c. dos impostos e contribuições incidentes sobre vendas.

De maneira geral, o cálculo da receita líquida é feita da seguinte maneira, conforme mostra a Equação 6:

$$\begin{array}{l}
 \text{Receita bruta de Vendas} \\
 (-) \text{Devoluções de Vendas} \\
 (-) \text{Descontos Comerciais} \\
 (-) \text{Impostos incidentes sobre vendas} \\
 (=) \text{Receita Líquida}
 \end{array} \quad (6)$$

3.3.5.3 Lucro por Ação (LPA)

É o quociente da divisão do lucro líquido auferido pela empresa em certo período contábil sobre o número de ações emitidas por ela no mercado. É o valor que o acionista receberá por ação se a companhia distribuir todo o lucro do período entre seus acionistas. Calculado como demonstra a Equação 7.

$$LPA = LL/N \quad (7)$$

Onde,

LPA é o lucro por ação

LL é o lucro líquido

N é o número médio de ações em circulação

O objetivo do lucro por ação básico consiste em medir o desempenho de uma entidade ao longo de um período de divulgação. O lucro por ação básico será computado pela divisão do lucro disponível aos acionistas ordinários pelo número médio ponderado de ações ordinárias em circulação durante o período. As ações emitidas e aquelas readquiridas durante o período serão ponderadas pela proporção do período em que obtiverem circulação. O resultado disponível aos acionistas ordinários será computado pela dedução dos dividendos de ações preferenciais declarados nos períodos (pagos ou não) e dos dividendos acumulados no período de ações preferenciais cumulativas (ganhos ou não) de resultados de operações continuadas (caso esse resultado apareça na demonstração de resultado) e também do resultado líquido. Se existir um prejuízo das operações continuadas ou um prejuízo líquido será elevado por esses dividendo preferenciais (FASB, 1997).

O LPA poderia ser alterado de modo a compor outra medida de lucro que não a lucro final, evitando-se a inclusão dos itens extraordinários no cálculo, bem como de outros resultados não genuinamente ligados às operações. Neste sentido, o lucro operacional ajustado deixaria de computar as receitas e despesas financeiras, dividendos e equivalência patrimonial e os resultados não operacionais. Essa modificação proporcionaria, possivelmente, maior estabilidade do quociente ao longo de uma série de anos (WHITE, SANDHI e FRED, 1998).

3.3.5.4 Margem Líquida

Fornece o percentual do lucro que a empresa está obtendo em relação às suas vendas. É um bom indicador da margem operacional de uma empresa. Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$ 100 vendidos, logo, quanto maior, melhor. O cálculo pode ser feito como mostra a Equação 8.

$$ML = (\text{Lucro Líquido} / \text{Vendas Líquidas}) * 100 \quad (8)$$

Umas das medidas de rentabilidade é a margem líquida obtida da divisão do lucro líquido e as vendas líquidas, sendo que quanto maior melhor, pois se a empresa conseguir trabalhar com uma expectativa de resultado maior, em relação às vendas, tanto maior será sua rentabilidade (MATARAZZO, 2003, p.181-187).

O lucro, antes de ser uma figura retórica, é uma necessidade matemática. O investidor, o acionista e outros usuários, pretendem obter uma margem de lucro compatível com o risco assumido e o custo de oportunidade dos recursos no mercado. Isso não se diferencia muito de uma aplicação em fundo de investimentos ou mesmo de um CDB, de sorte que a diferença marcante é que, em vez de aplicar num mercado especulativo, o investidor acionista aplica seus recursos numa organização produtiva e, sem dúvida, que almeja retorno com isso (SHRICKEL, 1999, p.280).

3.3.5.5 Índice de Endividamento

Este índice revelará o grau de endividamento da empresa, onde irá demonstrar a composição de financiamento que a empresa utilizará suas operações, ou seja, irá mostrar o relacionamento entre a posição do capital próprio (patrimônio líquido) em relação ao capital de terceiros (empréstimos). Como mostra a Equação 9.

$$\text{Índices de Endividamento} = (\text{Capital de Terceiros} / \text{Ativo total}) \times 100 \quad (9)$$

Na avaliação dos dados quanto maior o endividamento, pior. No entanto pode ocorrer que o endividamento lhe permita melhor ganho na empresa, porém, associado a isso terá um maior risco. Como também, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com Capitais de Terceiros, se a remuneração paga a esses capitais for menor do que o lucro conseguido com a sua aplicação nos negócios.

Booth et al. (2001, p.87) encontram evidência de que índices de endividamento em países em desenvolvimento são afetados da mesma maneira e pelos mesmos tipos de variáveis significativas em países industriais. Porém, há diferenças sistemáticas do modo em que esses índices são afetados pelos fatores específicos de países. Ainda, saber o país de origem revela-se mais importante do que saber a magnitude das variáveis independentes específicas de cada empresa.

Com os dados que foram coletados, será possível fazer uma análise financeira e econômica das empresas que escolhem um dos segmentos de Governança Corporativa, sendo eles, Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

E por meio das informações e dos resultados, traçar o perfil econômico-financeiro destes segmentos.

4 ANÁLISES DE RESULTADOS

Nesta seção são apresentadas as análises das estatísticas descritivas relacionadas às variáveis analisadas no estudo, definindo-se os perfis das empresas listadas nos diferentes segmentos de governança corporativa. Nesta análise são consideradas, principalmente, a mediana de cada variável, tendo em vista que esta medida é menos influenciada por valores extremos (*outliers*). Para atingir o objetivo do trabalho, foram construídas tabelas que descrevem a quantidade de observações, a média, a mediana, o desvio-padrão, os valores máximos e mínimos de cada indicador financeiro e econômico para cada ano, para melhor visualização do comportamento das empresas que optaram pelos níveis de Governança Corporativa.

Silva et al. (2004) estudaram um conjunto de 291 empresas abertas não financeiras e constataram que o volume de informações financeiras disseminadas pelas empresas no seu sítio está relacionado com o tamanho e o menor retorno anual das ações. Já Silveira et al. (2004) encontraram que a estrutura da propriedade influencia o nível de governança corporativa. Esses autores encontraram que o tamanho da empresa, o fato de ser uma empresa emissora de ADRs⁵ e com melhor desempenho interfere no nível de governança. DARÓS e BOSBA (2004), estudando a evidenciação de instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis de empresas não financeiras no Brasil, constataram que a grande maioria das 20 maiores empresas não financeiras brasileira não atende a determinações da CVM, deixando de evidenciar, de forma clara e precisa, essas operações.

Na Tabela 2 pode ser observado o percentual de ações em posse dos controladores das empresas (maior acionista) organizado por segmento de Governança Corporativa. Pode-se notar que no segmento Tradicional há pouca variação da média entre os anos de 2008 a 2012. Logo, é usada a mediana para análise porque as variáveis não têm distribuição normal, que a amostra não é homogênea onde foi respaldada na existência de outliers, por isso é mais razoável respaldar a análise em torno dessa medida de posição, porque a média pode ser

⁵ **American Depositary Receipt** (ADR) é um certificado de depósito emitido por bancos norte-americanos, representativos de ações de empresas sediadas fora dos Estados Unidos. São cotados em dólares.

influenciada por valores extremos, sendo assim, a mediana ao longo desse período é igual a 35,4%. Em comparação com os outros segmentos de governança, as empresas do segmento Tradicional tem a maior concentração de capital com 35,42%, sendo o segmento Nível 2 aquele que apresentou a menor mediana do período com 30,6% das ações totais em posse do maior acionista. Em seguida, aparecem os segmentos Novo Mercado e Nível 1, com 34,2% e 34,5%, respectivamente.

Na empresa com a menor concentração, o controlador detinha 7,2% das ações totais, sendo no segmento Novo Mercado. Nesse mesmo período, a maior concentração foi de 98,3% para as empresas do segmento Tradicional. Isso enseja alta concentração de propriedade nas mãos dos acionistas principais no segmento Tradicional.

O percentual do total de ações melhora o nível de Governança Corporativa, se ele for maior e se ações ficar em posse do controlador, pois teria maior participação do controlador nos direitos sobre o fluxo de caixa. Logo, pode ser uma desvantagem, pois, poderia ser vista como um mecanismo de governança que diminuiria a necessidade da empresa adotar melhores práticas de Governança Corporativa.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas da concentração de ações totais do maior acionista (%)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	41,49	41,23	41,06	41,95	40,68	41,28
Mediana	35,80	35,35	35,35	35,30	35,30	35,42
Desvio-Padrão	24,23	24,34	24,34	25,71	24,37	24,60
Máximo	98,30	98,30	98,30	98,30	98,30	98,30
Mínimo	10,70	10,80	10,90	10,90	10,90	10,84
Painel B: Nível 1						
Média	31,97	32,54	36,03	32,85	28,74	32,43
Mediana	32,50	32,40	37,80	37,60	32,40	34,54
Desvio-Padrão	16,51	16,61	12,12	14,59	12,43	14,45
Máximo	65,60	65,60	52,70	52,50	44,10	56,10
Mínimo	7,20	7,20	12,10	7,20	7,20	8,18
Painel C: Nível 2						
Média	39,10	38,73	31,77	34,94	33,69	35,65
Mediana	31,00	31,00	31,00	31,00	29,20	30,64
Desvio-Padrão	23,28	23,63	16,10	18,58	18,35	19,99
Máximo	76,20	76,20	64,30	64,00	61,60	68,46
Mínimo	15,80	15,90	15,90	15,90	15,90	15,88
Painel D: Novo Mercado						
Média	39,59	38,51	35,34	33,28	34,08	36,16
Mediana	38,65	36,40	33,15	30,85	31,95	34,20
Desvio-Padrão	17,63	17,99	18,46	18,76	17,52	18,07
Máximo	70,40	70,50	71,20	67,80	66,70	69,32
Mínimo	11,00	9,10	5,70	3,50	6,80	7,22

Fonte: elaborado pelo autor

A etapa seguinte consistiu em verificar o percentual do capital votante (total de ações ordinárias), dos controladores, nas empresas e os resultados estão expostos na Tabela 3.

Pode-se observar que a maior média dentre os segmentos, concentra-se no Nível 2 com 63,18% das ações ordinárias das 7 empresas que foram pesquisadas neste segmento e a menor média está no segmento Novo Mercado com 36,36%. Relacionando então, a proporção de participação nos resultados da empresa o que conferem ao acionista o direito de voto em assembleias gerais.

Tabela 3 – Estatística descritiva da concentração de ações ordinárias do maior acionista (%)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	52,58	52,84	53,08	53,69	53,35	53,11
Mediana	54,40	54,70	54,74	52,25	52,25	53,67
Desvio-Padrão	23,17	23,13	23,23	24,52	22,66	23,34
Máximo	98,26	98,26	98,26	98,26	98,26	98,26
Mínimo	11,89	11,95	12,08	12,12	12,14	12,04
Painel B: Nível 1						
Média	59,93	61,58	67,08	62,63	55,48	61,34
Mediana	65,61	65,61	66,98	66,99	52,70	63,58
Desvio-Padrão	26,78	26,13	19,83	25,74	23,16	24,33
Máximo	99,09	99,09	93,10	93,16	89,50	94,79
Mínimo	11,82	11,84	23,74	12,70	13,80	14,78
Painel C: Nível 2						
Média	69,93	68,09	61,72	62,65	53,49	63,18
Mediana	77,81	77,81	46,98	49,96	46,98	59,91
Desvio-Padrão	22,02	23,82	25,84	25,24	26,65	24,71
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	46,98	41,63	34,43	33,39	22,65	35,82
Painel D: Novo Mercado						
Média	39,85	38,75	35,58	33,52	34,08	36,36
Mediana	38,66	36,50	33,14	30,85	31,93	34,22
Desvio-Padrão	18,15	18,43	18,93	19,25	17,51	18,45
Máximo	81,24	77,14	77,14	77,15	66,68	75,87
Mínimo	11,04	9,09	5,72	3,54	6,77	7,23

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 4 o segmento Tradicional é onde mais se tem ações em circulação, pela linha que calcula o máximo com a média geral de 1 bilhão ações como títulos negociáveis no capital social da empresa. Essa parte é calculada de maneira com que o sistema reconheça a quantidade de ações diariamente. Neste caso no período que está sendo estudado.

O sistema então calcula a quantidade de ações em um dia qualquer a partir da quantidade informada no demonstrativo imediatamente anterior e, consultando as informações da janela de proventos, acrescenta a este valor eventuais emissões de

novas ações acontecidas entre a data do demonstrativo e a data para a qual se esteja calculando o indicador de mercado (ECONOMATICA, 2014).

É importante ter esse tipo de dado, pois, serve como base para calcular outros índices financeiros e econômicos. É importante ressaltar que esses valores podem variar por conta do preço da ação se está ou não atrativo, pois isso dependerá do mercado no ano em que as ações estão sendo investidas como também o tipo de segmento que as companhias estão escolhendo. Logo, seguindo o raciocínio do segmento Tradicional, o segmento Nível 2 teve a menor média geral de ações na linha de cálculo máximo de ações com 463.823 papéis.

Analisando de um modo geral, cada variável em seus respectivos segmento não houve mudanças significativas no decorrer dos anos em suas referidas variáveis. Exceto na variável mínimo nos segmento N1 e NM, onde teve um grande aumento a partir de 2010.

Tabela 4 – Estatística descritiva da quantidade média de ações no ano

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	51.099.269	51.997.934	53.658.589	53.471.805	55.483.948	53.142.309
Mediana	82.531	82.531	82.531	98.823	99.649	89.213
Desvio-Padrão	225.816.435	229.632.553	236.178.021	243.106.900	243.104.306	235.567.643
Máximo	1.010.451.801	1.027.563.934	1.057.022.225	1.088.244.549	1.089.294.541	1.054.515.410
Mínimo	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	2.250
Painel B: Nível 1						
Média	1.171.506	1.246.546	1.364.650	1.391.463	1.522.828	1.339.399
Mediana	493.600	515.800	682.124	682.124	852.654	645.260
Desvio-Padrão	1.684.396	1.791.350	1.750.869	1.746.297	1.781.861	1.750.955
Máximo	5.035.583	5.212.897	5.242.915	5.198.013	5.125.641	5.163.010
Mínimo	17.445	17.418	151.638	152.094	152.898	98.299
Painel C: Nível 2						
Média	161.083	167.032	211.731	217.009	302.485	211.686
Mediana	167.344	167.344	178.856	178.082	178.288	173.983
Desvio-Padrão	79.844	80.422	132.452	129.040	293.025	142.957
Máximo	263.388	263.479	447.806	446.754	897.686	463.823
Mínimo	28.230	28.230	28.288	28.357	28.283	28.278
Painel D: Novo Mercado						
Média	1.424.553	1.467.488	281.502	347.075	389.327	781.989
Mediana	106.855	136.672	129.313	141.065	171.449	137.071
Desvio-Padrão	8.339.144	8.398.133	404.053	493.199	555.219	3.637.950
Máximo	56.704.693	57.138.751	2.475.735	2.416.530	2.431.711	24.233.484
Mínimo	945	1.722	31.230	32.094	32.428	19.684

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 5 é avaliado o valor de mercado das empresas de acordo com os níveis de governança corporativa em seus respectivos anos. A seleção da amostra envolveu a população de empresas de capital aberto registradas na Bovespa que

anunciaram seus planos de investimento no período de 2008 a 2012. Para uma empresa de capital aberto, valor de mercado é basicamente o valor da ação na bolsa multiplicado pelo número de ações existentes.

Analisando os dados, o valor de mercado mais alto encontra-se no segmento Tradicional no ano de 2010, ou seja, aproximadamente 21% a mais da média geral, onde o valor corresponde a 301.437.636 (em milhares R\$). E as empresas que estão com o menor valor de mercado estão no ano de 2012 no segmento Tradicional também. De acordo com a Tabela 5, o ano de 2010 foi o melhor no segmento Tradicional, isso na maioria das variáveis de valor de mercado.

Esse tipo de cálculo varia muito, independente dos segmentos adotados pelas empresas, pois resulta sempre de uma estatística feita com os dados de informações sobre os preços praticados na venda e/ou oferta de bens similares no mesmo mercado em um certo momento. Assim como, os investimentos feitos em seus ativos operacionais, onde utiliza-se uma taxa de desconto que é representado o custo de oportunidade do capital da empresa, demonstrando uma função de resultados futuros que a empresa pode gerar ao longo do tempo, obtendo-se assim o valor da empresa. Além disso, torna-se relevante nesses cálculos o tamanho da empresa, potencial de controle e regulação do setor contra as variáveis de concentração de votos e concentração de capital do acionista controlador. Tudo isso influenciará no valor de mercado da empresa.

Tabela 5 – Estatística descritiva da variável Valor de Mercado (em milhares R\$)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	16.983.098	26.399.782	30.752.162	30.511.803	33.222.194	27.573.808
Mediana	1.169.750	2.116.735	2.001.763	1.568.170	1.306.497	1.632.583
Desvio-Padrão	50.448.103	78.580.628	88.258.982	74.771.976	78.859.795	74.183.897
Máximo	223.990.959	347.084.650	380.246.723	291.564.346	264.301.506	301.437.636
Mínimo	7.767	12.530	17.036	8.207	6.155	10.339
Painel B: Nível 1						
Média	23.259.317	38.719.095	41.638.453	32.679.665	35.738.864	34.407.079
Mediana	12.921.845	16.546.420	16.441.843	13.539.204	14.077.430	14.705.348
Desvio-Padrão	38.987.234	69.663.513	79.021.917	56.717.646	61.353.696	61.148.801
Máximo	136.641.588	243.203.602	275.006.441	197.946.380	215.110.249	213.581.652
Mínimo	737.234	2.056.692	2.733.779	1.970.041	2.819.545	2.063.458
Painel C: Nível 2						
Média	1.609.002	3.519.041	3.702.961	3.407.509	4.476.112	3.342.925
Mediana	1.815.789	3.281.440	2.955.563	3.267.388	3.564.529	2.976.941
Desvio-Padrão	1.262.371	2.595.253	2.517.180	2.592.905	3.739.781	2.541.498
Máximo	3.981.160	6.909.636	6.774.063	6.818.666	10.734.411	7.043.587
Mínimo	363.071	717.401	585.602	191.407	389.540	449.404
Painel D: Novo Mercado						
Média	1.994.719	4.175.658	5.019.052	5.053.561	6.409.872	4.530.572
Mediana	758.087	1.594.548	2.081.566	2.074.853	2.682.475	1.838.305
Desvio-Padrão	3.113.017	5.216.884	6.169.004	7.210.853	8.766.165	6.095.185
Máximo	14.469.317	19.736.428	28.832.061	31.665.508	36.553.668	26.251.396
Mínimo	75.787	405.809	320.958	210.064	158.687	234.261

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 6 é analisada a variável P/L das ações que estão no universo de pesquisa do trabalho. O indicador preço-lucro é uma das métricas mais utilizadas pelos investidores para acessar, rapidamente, se uma empresa está barata ou cara. Comparando com as ações que apresentam a menor relação preço-lucro, algumas empresas terão representações boas e outras nem tanto. E analisando a média na análise dos dados, provavelmente, terá um retorno mais positivo. Logo, as empresas que estão listadas no segmento Novo Mercado em 2011, tem a média de 7,51, ou seja, tem um alto risco de retorno. A média em 2009 pelo mesmo segmento antes citado teve o melhor P/L, calculado em 25,45. Indica maior capacidade projetada pelo mercado de agregação de valor no futuro.

O P/L, em verdade revela importantes conclusões. Quanto mais baixo for o índice, mais alto é o seu risco. P/L mais alto revelam menor risco ao investidor. Analisando os resultados mínimos da pesquisa na tabela, é possível identificar de maneira geral que em todos os níveis de governança, em praticamente todos os anos tem-se o P/L negativo. Isso pode ser devido a vários fatores, como o resultado líquido que está sendo reduzido por amortização de ágio, ou então, se a empresa apresentou despesas pontuais no exercício que não se verificarão no exercício seguinte, onde poderá permitir ou não uma melhora do resultado da empresa. De

qualquer forma isso é preocupante, pois prejuízos causados por elevado endividamento podem afetar o resultado operacional.

Tabela 6 – Estatística descritiva da variável P/L (Preço por Lucro)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	7,78	11,51	6,41	7,78	8,30	8,36
Mediana	8,07	10,58	11,76	10,41	9,67	10,10
Desvio-Padrão	16,83	10,62	24,06	13,80	16,32	16,33
Máximo	49,64	38,57	25,32	25,30	28,69	33,50
Mínimo	-47,34	-9,42	-90,72	-41,52	-45,15	-46,83
Painel B: Nível 1						
Média	7,75	15,46	13,09	11,10	13,78	12,24
Mediana	5,65	14,85	12,03	9,64	10,35	10,50
Desvio-Padrão	7,29	11,52	7,12	14,86	23,92	12,94
Máximo	27,60	36,89	27,36	42,99	71,86	41,34
Mínimo	-1,08	-8,19	3,59	-19,50	-19,76	-8,99
Painel C: Nível 2						
Média	7,80	13,65	15,76	7,68	12,58	11,49
Mediana	6,46	11,40	10,56	6,60	11,07	9,22
Desvio-Padrão	7,80	8,10	11,55	8,16	12,48	9,62
Máximo	23,51	29,38	31,42	22,86	27,66	26,97
Mínimo	-1,61	5,43	3,99	-4,46	-3,19	-0,03
Painel D: Novo Mercado						
Média	9,35	25,45	10,44	7,51	9,05	12,36
Mediana	5,67	13,53	12,81	10,53	11,18	10,74
Desvio-Padrão	26,52	37,79	42,40	36,30	26,36	33,87
Máximo	111,38	186,17	109,23	76,17	50,94	106,78
Mínimo	-51,12	-20,86	-223,71	-206,73	-125,81	-125,65

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 7 a formação da amostra está sendo considerada cada empresa onde foi selecionada a ação de maior liquidez, onde foram coletados dados anuais.

Para uma visualização geral das estatísticas descritivas das variáveis está sendo analisado os valores médios anuais de cada variável. O Nível 1 é onde há maior média de liquidez nos anos de 2008 a 2012, com 1,82; 1,77; 1,60; 1,49 e 1,46, respectivamente. Onde sua média geral é 1,63. Logo, significa dizer que quanto maior for a liquidez, mais fácil será obter fundos com a venda das ações. Isso permite que as empresas financiem mais projetos e se expandam com mais segurança e ao mesmo tempo mantém o setor dos negócios mais saudável.

Tabela 7 – Estatística descritiva da variável Liquidez

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	0,777	0,562	0,485	0,394	0,420	0,528
Mediana	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,002
Desvio-Padrão	3,085	2,125	1,854	1,463	1,437	1,993
Máximo	13,860	9,552	8,337	6,580	6,459	8,958
Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Painel B: Nível 1						
Média	1,820	1,772	1,603	1,496	1,467	1,632
Mediana	0,490	0,541	0,771	0,734	0,869	0,681
Desvio-Padrão	2,793	2,643	2,481	2,133	1,952	2,400
Máximo	9,746	9,117	8,665	7,474	6,981	8,397
Mínimo	0,013	0,009	0,036	0,071	0,099	0,046
Painel C: Nível 2						
Média	0,196	0,227	0,223	0,237	0,243	0,225
Mediana	0,047	0,080	0,150	0,187	0,254	0,144
Desvio-Padrão	0,275	0,298	0,256	0,266	0,220	0,263
Máximo	0,604	0,746	0,644	0,657	0,526	0,635
Mínimo	0,017	0,011	0,010	0,000	0,016	0,011
Painel D: Novo Mercado						
Média	0,167	0,227	0,292	0,331	0,362	0,276
Mediana	0,042	0,060	0,095	0,100	0,133	0,086
Desvio-Padrão	0,243	0,323	0,428	0,507	0,516	0,403
Máximo	1,103	1,405	1,767	2,455	2,551	1,856
Mínimo	0,003	0,003	0,005	0,002	0,003	0,003

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 8 é calculado a variável Beta (β). Na nossa análise é possível identificar vários resultados em todos os segmentos. Sendo assim, no segmento Novo Mercado tem-se um valor máximo de 2,32, isso quer dizer que para cada um 1% que a carteira de retorno estiver terá a possibilidade 2,32 de movimentação do seu ativo. É considerado um ativo agressivo, ou seja, o ativo possui oscilações superiores a do mercado. Ao mesmo tempo que no mesmo segmento tem-se um valor defensivo (mínimo) 0,50, ou seja, a volatilidade das ações de um ativo é a metade daquela verificada no mercado.

Tabela 8 – Estatística descritiva da variável Beta

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	0,79	0,36	0,29	0,30	0,30	0,41
Mediana	0,57	0,40	0,20	0,26	0,24	0,33
Desvio-Padrão	0,81	0,59	0,41	0,46	0,54	0,56
Máximo	3,20	1,33	0,94	1,04	1,30	1,56
Mínimo	-0,09	-0,89	-0,50	-0,64	-0,49	-0,52
Painel B: Nível 1						
Média	0,90	0,91	0,54	0,92	0,83	0,82
Mediana	0,85	0,92	0,35	1,02	0,89	0,81
Desvio-Padrão	0,59	0,67	0,66	0,38	0,52	0,56
Máximo	1,80	2,04	1,32	1,46	1,78	1,68
Mínimo	0,09	-0,20	-0,62	0,33	-0,01	-0,08
Painel C: Nível 2						
Média	0,93	0,93	0,28	0,70	0,75	0,72
Mediana	1,04	1,34	-0,01	0,58	0,70	0,73
Desvio-Padrão	0,38	0,67	0,62	0,82	0,68	0,63
Máximo	1,46	1,46	1,16	2,46	1,94	1,70
Mínimo	0,26	-0,28	-0,45	0,04	-0,09	-0,10
Painel D: Novo Mercado						
Média	1,23	0,97	0,47	0,82	0,57	0,81
Mediana	1,30	0,84	0,52	0,81	0,47	0,79
Desvio-Padrão	0,54	0,80	0,46	0,66	0,61	0,61
Máximo	2,38	3,17	1,39	2,26	2,40	2,32
Mínimo	0,07	-0,71	-0,38	-0,73	-0,74	-0,50

Fonte: elaborado pelo autor

A base de dados na Tabela 9 foi formada pelas ações negociadas na Bovespa, onde as informações pesquisadas foram obtidas pelo banco de dados da Economática nos anos apresentados na tabela. A partir destes eventos investigou-se o retorno das ações das respectivas empresas no mercado acionário da Bovespa neste espaço de tempo.

No caso deste trabalho, devido a limitações do tamanho da amostra de empresas analisadas utilizou-se um teste que não seja tão rigoroso, visto que é importante o tipo de distribuição de probabilidades das variáveis analisadas, ou seja, do retorno dos ativos (ações). De forma geral, pode-se afirmar que o desvio-padrão mostra a variação ou dispersão em relação ao retorno esperado do investimento e quanto maior variabilidade dos retornos, maior o risco. Cujas variáveis dependentes em todos os níveis de governança corporativa é o retorno da ação ajustado pelo mercado. Onde o resultado geral do desvio padrão dos segmentos é 54,96%, 33,33%, 42,23% e 50,36% no segmento Tradicional, N1, N2 e NM, respectivamente. Analisando que o segmento Tradicional é onde espera o maior retorno das ações investidas, levando-se em conta seu risco.

Tabela 9 – Estatística descritiva da variável Retorno da Ação (%)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	-19,13	69,19	20,83	-6,15	5,13	13,97
Mediana	-32,73	58,57	12,58	-5,79	4,10	7,35
Desvio-Padrão	63,12	87,36	33,86	34,51	55,95	54,96
Máximo	221,09	334,73	82,85	40,76	164,32	168,75
Mínimo	-76,41	-45,70	-32,78	-72,68	-81,00	-61,71
Painel B: Nível 1						
Média	-31,87	95,27	14,28	-9,84	16,20	16,81
Mediana	-40,28	96,50	15,16	-10,48	15,63	15,31
Desvio-Padrão	28,90	51,68	34,46	26,42	25,21	33,33
Máximo	21,02	167,33	95,27	37,76	53,53	74,98
Mínimo	-62,90	23,42	-25,07	-47,04	-40,45	-30,41
Painel C: Nível 2						
Média	-47,91	120,52	21,99	-4,92	49,14	27,76
Mediana	-51,84	123,57	15,35	6,92	61,95	31,19
Desvio-Padrão	20,00	40,34	48,31	45,16	57,36	42,23
Máximo	-21,87	172,14	122,81	57,26	109,91	88,05
Mínimo	-77,60	65,97	-19,80	-51,02	-48,21	-26,13
Painel D: Novo Mercado						
Média	-56,39	172,57	26,03	-10,66	29,12	32,13
Mediana	-61,89	159,17	23,11	-13,62	29,15	27,18
Desvio-Padrão	26,87	110,07	35,73	33,85	45,28	50,36
Máximo	18,26	496,15	107,37	91,66	137,66	170,22
Mínimo	-91,68	16,40	-55,69	-77,32	-67,74	-55,21

Fonte: elaborado pelo autor

A variável apresentada na Tabela 10 está sendo analisado o ativo total onde corresponde a soma do valor de todos os ativos da empresa. Analisando a média dos valores da amostra o Nível Tradicional, tem um aumento consecutivo no decorrer dos anos de 2008 a 2012, em torno dos 19 milhões a 43 milhões. Isso mostra o quanto as empresas que foram pesquisadas neste segmento vêm crescendo o saldo de ativo total em sua companhia. Mesmo com esse crescimento há uma grande dispersão se comparada com o desvio padrão e a média dos seus valores anuais. Pois há uma grande diferença entre eles, assim como acontece no Nível 1. Já nos segmentos Nível 2 e Novo Mercado não há esse tipo de variação, sendo os valores de média e desvio padrão muito próximos. Isso indica que as empresas que estão nesses segmentos são mais homogêneas, ou seja, apresentam características similares. Para o investidor isso trás certa segurança no investimento, pois ele poderá comparar os resultados das empresas de forma melhor e mais clara. As empresas destes segmentos tem um ativo total muito próximo, comparando a média dos seus valores, em torno dos 3 milhões a 5 milhões, no intervalo de tempo que está sendo estudado. Isso pode ser por que as empresas que adotam este dois segmentos são empresas mais recentes que as empresas do segmento Tradicional.

Tabela 10 – Estatística descritiva da variável Ativo Total (em milhares R\$)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	19.954.740	22.967.773	32.212.217	38.722.874	43.809.869	31.533.495
Mediana	1.712.704	1.925.172	2.390.907	2.628.735	2.659.884	2.263.480
Desvio-Padrão	64.755.956	76.594.398	115.291.294	133.017.586	150.426.587	108.017.164
Máximo	292.163.842	345.607.250	519.970.003	599.149.983	677.716.287	486.921.473
Mínimo	8.450	6.568	91.447	77.215	92.198	55.176
Painel B: Nível 1						
Média	90.825.329	87.684.049	63.886.308	72.012.805	83.646.754	79.611.049
Mediana	22.701.942	22.756.076	31.819.559	33.769.005	40.772.961	30.363.909
Desvio-Padrão	189.112.801	181.821.187	91.657.485	103.632.930	118.401.154	136.925.111
Máximo	638.727.388	615.961.602	275.635.000	312.002.000	364.017.000	441.268.598
Mínimo	1.798.210	1.748.959	2.246.603	2.442.554	2.740.729	2.195.411
Painel C: Nível 2						
Média	4.169.385	4.520.549	4.879.088	5.494.411	5.829.787	4.978.644
Mediana	2.582.737	3.514.297	3.985.986	4.703.944	5.684.512	4.094.295
Desvio-Padrão	4.233.167	4.114.564	3.949.765	4.017.946	3.965.449	4.056.178
Máximo	12.556.389	11.855.390	11.396.011	10.765.981	10.499.218	11.414.598
Mínimo	682.441	843.575	999.861	1.126.657	1.114.304	953.368
Painel D: Novo Mercado						
Média	3.258.604	4.139.173	5.481.515	6.406.552	7.118.660	5.280.901
Mediana	1.615.717	1.803.058	2.383.142	3.020.830	3.643.913	2.493.332
Desvio-Padrão	4.470.917	5.807.321	6.983.086	7.948.274	8.522.466	6.746.413
Máximo	20.113.911	25.714.327	27.751.547	29.983.456	31.075.687	26.927.786
Mínimo	290.850	279.047	312.851	330.937	337.259	310.189

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 11 é analisada a variável receita líquida que é a diferença entre receita bruta e os custos totais, onde geralmente, a melhor decisão dos investidores para a tomada de decisão, seria para uma maior média. Neste caso, está sendo analisado a mediana, pois irá distorcer menos os valores da amostra. Analisando o Nível 1 observa-se que tem-se a maior mediana em relação aos outros segmentos, isso deve-se ao fator que a maioria das empresas deste segmento tem as maiores receitas líquidas em relação aos outros segmentos de governança corporativa. Na amostra estudada, os outros segmentos podem até ter mais empresas mas a receita líquida delas são menores. Isso pode ser avaliado pelos valores máximos anuais de cada segmento, pois eles estão relacionados à empresa que tem a maior receita líquida daquele determinado ano. Como por exemplo, o segmento Tradicional tem uma empresa em que a receita líquida dela em 2012 foi em torno dos 281 milhões e o segmento Nível 1 no mesmo ano teve a receita líquida em torno dos 93 milhões, no entanto, o Nível 1 tem uma quantidade de empresas em que a receita líquida delas são mais homogêneas mesmo que a quantidade seja menor que as do segmento Tradicional. Isso pode explicar o valor da mediana nestes segmentos.

Tabela 11 – Estatística descritiva da variável Receita Líquida (em milhares R\$)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	15.145.981	13.713.143	15.670.059	18.265.499	21.260.528	17.227.307
Mediana	1.628.587	1.669.874	1.953.133	1.885.956	2.112.435	1.905.350
Desvio-Padrão	48.772.544	41.396.238	48.308.716	55.384.100	63.840.005	52.232.265
Máximo	215.118.536	182.710.057	213.273.669	244.176.142	281.379.482	230.384.838
Mínimo	28.361	26.366	33.668	8.685	12.951	20.418
Painel B: Nível 1						
Média	18.941.105	15.684.552	20.158.922	24.550.925	26.295.482	21.126.197
Mediana	15.706.529	11.705.083	12.863.330	11.901.959	18.460.375	14.127.455
Desvio-Padrão	20.466.234	13.731.538	23.689.260	30.132.869	27.627.030	23.129.386
Máximo	70.540.994	48.496.566	83.225.007	103.195.407	93.511.482	79.793.891
Mínimo	1.564.068	1.656.478	2.239.156	2.574.700	2.818.988	2.170.678
Painel C: Nível 2						
Média	2.741.293	2.758.350	3.325.795	3.560.599	3.812.857	3.239.779
Mediana	1.093.478	1.252.989	1.564.936	1.888.967	1.923.585	1.544.791
Desvio-Padrão	2.991.399	3.015.503	3.605.839	3.687.500	3.747.728	3.409.594
Máximo	7.529.860	8.049.899	9.697.157	9.835.578	9.959.198	9.014.338
Mínimo	411.231	523.107	604.375	617.968	700.971	571.530
Painel D: Novo Mercado						
Média	2.005.801	2.294.599	3.072.600	3.614.023	3.971.281	2.991.661
Mediana	714.611	849.694	1.148.323	1.380.898	1.423.144	1.103.334
Desvio-Padrão	2.935.601	3.479.641	4.643.855	5.525.199	6.089.599	4.534.779
Máximo	13.080.965	15.905.776	22.681.253	25.706.238	28.517.383	21.178.323
Mínimo	5.902	63.911	98.455	137.341	182.357	97.593

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 12 é apresentada a análise descritiva da variável Lucro por Ação (LPA) o qual se apresenta como um quociente de grande utilidade nas entidades.

Analisando os dados da média geral verifica-se que o segmento que apresenta o melhor resultado é o Nível 1 (1,74) seguido do Tradicional (1,44). Apesar do Novo Mercado ter o maior número de empresas na amostra estudada, tem o menor resultado da variável com 0,48 de lucro por ação.

Os resultados positivos irá ser relacionado com o tamanho da empresa e o seu mercado acionário. Sendo assim, quando o lucro por ação se apresenta como superior ao que se esperava, as reações do mercado são positivas; no mesmo sentido, se ele apresentar resultados negativos, ou seja, não alcançará as expectativas da empresa.

Tabela 12 – Estatística descritiva da variável Lucro por Ação (LPA)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	1,367	1,343	1,862	1,317	1,296	1,437
Mediana	0,518	0,743	0,821	0,909	0,697	0,738
Desvio-Padrão	3,037	2,041	2,966	3,164	3,062	2,854
Máximo	10,785	6,430	9,787	8,177	10,309	9,098
Mínimo	-3,191	-2,967	-3,801	-4,854	-5,186	-4,000
Painel B: Nível 1						
Média	1,540	1,339	2,164	2,092	1,549	1,737
Mediana	1,500	1,252	1,794	1,217	0,851	1,323
Desvio-Padrão	2,750	1,825	1,459	2,437	2,002	2,095
Máximo	5,540	5,528	5,735	7,275	5,517	5,919
Mínimo	-5,136	-2,046	0,727	-0,657	-0,915	-1,605
Painel C: Nível 2						
Média	0,536	1,991	1,924	1,686	0,003	1,228
Mediana	0,288	1,105	0,799	0,627	0,645	0,693
Desvio-Padrão	3,658	2,317	2,777	3,759	2,750	3,052
Máximo	6,138	6,353	8,053	9,394	2,723	6,532
Mínimo	-6,139	0,153	0,331	-2,789	-5,606	-2,810
Painel D: Novo Mercado						
Média	-0,458	0,741	0,952	0,682	0,479	0,479
Mediana	0,419	0,670	0,985	0,893	0,989	0,791
Desvio-Padrão	3,724	1,129	0,812	1,354	2,382	1,880
Máximo	2,224	3,054	3,101	3,231	4,148	3,152
Mínimo	-16,701	-4,214	-1,535	-5,058	-9,639	-7,429

Fonte: elaborado pelo autor

Analisando a Tabela 13, a coluna geral dos níveis de Governança Corporativa, a maior média está no Nível 1 com 18,59% de margem líquida e a menor média é no segmento Novo Mercado com 1,45%. Tem que levar em conta que o resultado pode se distorcer, devido a alguns *outliers*, levando em consideração que as empresas que são mais lucrativas possuem margem líquidas maiores.

Entre os anos de 2008 a 2010 vem crescendo a média da margem líquida no segmento Tradicional, mas quando chega em 2011 ela cai de maneira negativa, se consolidando apenas em 2012, por isso a média geral foi baixa em relação à maioria dos outros segmentos. Sendo maior apenas em relação ao segmento Novo Mercado. E essa linha de raciocínio serve para os outros segmentos, pois em 2011 há uma queda na média em relação aos anos anteriores. Retomando sua margem no ano seguinte, em 2012.

É importante analisar o resultado dentro de um contexto maior, comparando com os concorrentes e com os fatores externos. Muitas empresas sacrificam a margem líquida para obter mercado. E isso nem sempre é o correto e é o que dá certo, principalmente na negociação de ações.

Tabela 13 – Estatística descritiva da variável Margem Líquida (%)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	9,27	10,60	10,64	-11,00	2,24	4,35
Mediana	7,25	12,19	8,01	8,02	6,70	8,43
Desvio-Padrão	11,73	14,79	12,80	91,33	31,39	32,41
Máximo	42,71	46,72	42,03	44,80	42,66	43,78
Mínimo	-13,75	-28,67	-19,28	-382,82	-113,86	-111,68
Painel B: Nível 1						
Média	16,93	16,12	23,45	20,89	15,58	18,59
Mediana	11,80	8,45	13,86	10,88	7,09	10,42
Desvio-Padrão	17,79	21,15	26,39	30,40	26,45	24,44
Máximo	52,88	60,68	95,67	105,36	89,16	80,75
Mínimo	-13,66	-10,49	2,16	-1,56	-4,18	-5,55
Painel C: Nível 2						
Média	9,30	16,70	18,98	17,29	9,46	14,35
Mediana	9,22	13,21	10,47	10,21	4,00	9,42
Desvio-Padrão	15,31	13,43	19,24	22,24	25,94	19,23
Máximo	30,57	38,24	53,67	49,68	48,15	44,06
Mínimo	-19,30	4,23	3,07	-9,97	-18,67	-8,13
Painel D: Novo Mercado						
Média	-18,04	10,46	8,08	4,49	2,27	1,45
Mediana	8,30	11,96	11,68	9,49	8,04	9,89
Desvio-Padrão	638,81	57,42	44,82	41,61	45,64	165,66
Máximo	2518,56	278,79	116,07	91,66	171,37	635,29
Mínimo	-3464,54	-243,71	-259,63	-238,81	-138,82	869,10

Fonte: elaborado pelo autor

Na Tabela 14 é feita uma análise descritiva do endividamento a longo prazo, onde é o exigível a longo prazo dividido pelo ativo total ajustado, em porcentagem. É um indicador importante porque as dívidas a longo prazo são geralmente onerosas, o que não ocorre com grande parte das exigibilidades incluídas no passivo circulante.

No caso desta pesquisa, é possível analisar a proporção entre a média e o desvio-padrão para os indicadores de endividamento, o que significa que aqui os efeitos da pesquisa se revelaram importantes. Em relação ao Nível 1 e Novo Mercado tem-se o desvio padrão próximo aos 18% assim como a média acima dos 55%. Isso significa que a maioria das empresas adquirem o investimento por capital de terceiros, aumentando ainda mais suas dívidas futuras. E isso se agrava mais nos outros segmentos, como o Tradicional com desvio-padrão de 30,45% e média de 63,82% e segmento Nível 2 que apesar de ter o menor desvio-padrão dos segmentos (16,5%) tem uma média alta de 60,07%.

Tabela 14 – Estatística descritiva da variável endividamento (%)

ESTATÍSTICAS	2008	2009	2010	2011	2012	Geral
Painel A: Tradicional						
Média	68,41	66,54	58,44	62,53	63,19	63,82
Mediana	56,57	57,91	54,12	52,92	54,16	55,14
Desvio-Padrão	36,49	32,78	22,82	31,46	28,70	30,45
Máximo	180,37	153,65	115,98	161,82	138,49	150,06
Mínimo	24,87	18,80	22,99	22,89	25,52	23,01
Painel B: Nível 1						
Média	57,30	54,78	56,40	57,84	60,77	57,42
Mediana	57,59	51,24	56,41	53,66	57,01	55,18
Desvio-Padrão	18,49	17,99	16,26	16,70	18,54	17,60
Máximo	92,44	90,59	89,41	89,65	91,01	90,62
Mínimo	27,63	33,78	34,16	39,00	39,40	34,79
Painel C: Nível 2						
Média	59,32	56,08	55,61	62,94	66,40	60,07
Mediana	59,55	57,77	61,50	65,30	62,63	61,35
Desvio-Padrão	18,72	17,21	15,73	14,90	15,96	16,50
Máximo	80,61	72,32	68,20	79,30	91,88	78,46
Mínimo	24,73	22,78	25,60	31,62	43,61	29,67
Painel D: Novo Mercado						
Média	54,71	53,28	54,06	57,87	59,86	55,96
Mediana	53,98	53,43	55,49	58,42	62,65	56,79
Desvio-Padrão	19,28	18,48	15,98	16,18	17,42	17,47
Máximo	104,34	121,11	87,24	102,91	111,63	105,45
Mínimo	6,79	15,53	16,19	11,96	14,75	13,04

Fonte: elaborado pelo autor

A partir dos resultados verificou-se que a Governança Corporativa possui relação importante na sua análise estatística significativa em relação ao perfil econômico-financeiro, assim como, o desempenho das empresas que adotam as práticas de governança. Tanto quando abordam-se indicadores financeiros (Valor de Mercado, Preço por Lucro, Liquidez, Risco e Retorno da Ação), como quando trata-se de indicadores econômicos (Ativo Total, Receita Líquida, Lucro por Ação, Margem Líquida e Endividamento). Esta relação fortalece a importância dela no ambiente empresarial, mostrando que entidades com maior transparência e confiabilidade das informações prestadas, maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho no mercado de ações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As empresas que adotam a Governança Corporativa por meio de um conjunto de mecanismo asseguram que vão obter retornos sobre os capitais investidos, implicando na maior valorização das ações da companhia porque tem a intenção de aumentar a liquidez das ações, diminuir o risco, reduzir o custo de capital ou aumentar o retorno do investimento, evitando de certa forma conflitos de interesse entre administradores e acionistas, onde promove uma segurança aos usuários.

Neste contexto, o estudo objetivou apresentar uma análise econômico-financeira do perfil das empresas entre os anos de 2008 a 2012 relacionando os segmentos de Governança Corporativa escolhido por empresas listadas na BM&FBovespa. Os objetivos específicos eram identificar o perfil econômico e financeiro das empresas que integram o mercado Tradicional e os níveis diferenciados de governança e por último comparar estes perfis.

Logo, os objetivos foram alcançados através das fórmulas matemáticas e as variáveis estatísticas que serviram para análise e comparação dos dados de um período para o outro, assim como, a análise dos níveis de Governança Corporativa para cada método utilizado. Com isso, o problema de pesquisa foi respondido e alcançado através de informações sobre a composição acionária, percentual dos acionistas, informações econômicas e financeiras das empresas listadas na BM&FBovespa por segmento de Governança Corporativa, pois informações como estas permitem ao investidor saber como está o controle das empresas e a importância dela no mercado acionário.

Nos índices financeiros há uma forte evidência dos dados das empresas do segmento Tradicional em que nelas há um melhor valor de mercado das ações no período analisado, e que está concomitantemente ligado ao controle de ações e o resultado futuro das empresas. Assim como um maior retorno das ações investidas. E outro segmento que se destaca é o Novo Mercado em relação ao P/L, que indica sua capacidade de retorno em relação ao seu risco, pois em 2009 teve um alto índice e 2011 um índice bem mais baixo em relação aos outros anos, onde revela uma oscilação de riscos adquiridos no decorrer do tempo, que pode afetar o seu resultado operacional no futuro.

Nos índices econômicos o segmento Nível 1 foi o que teve mais destaque na maioria das variáveis analisadas, começando pela receita líquida em relação à

variável mediana, pois é a que menos se distorce das outras variáveis, onde há as maiores receitas líquidas em relação aos outros segmentos. E isso influencia no lucro das ações e na sua margem líquida. E na última variável que é o índice de endividamento, teve a melhor porcentagem de desvio padrão em relação aos outros segmentos, mostrando que há um ótimo relacionamento de uso do capital próprio e terceiros das empresas. Os outros segmentos se mantiveram numa estabilidade relativamente considerável, principalmente, com melhoras na prestação de informações e com a dispersão acionária.

O resultado da pesquisa evidenciou uma relação direta percebida entre os índices financeiros e econômicos. Este resultado ilustrou que quanto maior a evidenciação de informações, maior são os resultados para a empresa, e mais informações os futuros acionistas terão. Além da relação significativa entre valor de mercado e a Governança Corporativa.

É importante entender como as empresas de capital aberto vem evoluindo com a governança corporativa como também é um item fundamental para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro, inclusive em relação ao seu perfil econômico e financeiro, no intuito de obter um menor grau de risco e um maior grau de confiabilidade.

Os resultados e conclusões obtidos neste estudo estão limitados ao conjunto de empresas analisadas pela amostra coletada. É interessante que sejam feitos outros estudos para aprimorar os conhecimentos e as análises das empresas estudadas e outras empresas pertencente à Bovespa, pois devem ser interpretados como um fator importante para aumentarem seu nível de transparência e evidenciação de informações.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

_____ RIR 1999, Decreto n.º 3.000, de 26 de Março de 1999.

ALMEIDA, Moisés Araujo. **Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.** Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2008.

ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P. **Governança corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 2ª Ed. São Paulo. Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 1999. 322 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BEBCHUK, Lucian. **A rent protection theory of corporate ownership and control.** NBER Working Paper; n.W7203, Cambriadge, MA: Harvard Law School, July 1999.

BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. **Capital structures in developing countries.** Journal of Finance, Berkeley, CA, v.56, n.1, p.87-130, Apr. 2001.

BOVESPA. <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: 05 de Novembro de 2013.

BOVESPA. **Estatísticas das aberturas de capital na BOVESPA.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=5#>> - Acesso em: 05 de Novembro de 2013.

BREALEY, R.; MYERS, S. **Princípios de finanças empresariais.** 5. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 2005.

BRIGHAM, E.; HOUSTON, J. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARVALHO, A. G. **Governança Corporativa no Brasil em perspectiva**. Revista de Administração da USP. São Paulo, vol. 37, número 3, Julho/Setembro. 2002.

CARVALHO, A. G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Trabalho preparado para a Bovespa. 2003. Disponível em <http://www.econ.pucrio.br/pdf/seminario/2003/MIGRACAO.pdf?origin=publication_detail>. Acesso em 17 de maio de 2014.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro, 2001. 373 p.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y.; e RUDGE, L. F. **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COSTA, G. S. **A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação (mestrado). Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Pontífica Universidade do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2008.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários < <http://www.cvm.gov.br/> > Acesso em: 05 de Novembro de 2013.

DARÓS, Leandro, BORBA, José. **Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis**. XVIII ENANPAD. Curitiba: Enanpad, 2004.

ECCLES, Robert G. et al. **The Value Reporting revolution: moving beyond the earnings game**. PricewaterhouseCoopers. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

ECONOMATICA. Disponível em:
<http://economatrica.com/support/manual/portugues/Problemas_e_perguntas_frequentes.htm> Acesso em: 12 de fevereiro de 2014.

FASB - **Financial Accounting Standards Board**. Disponível em
<<http://www.fasb.org/home>> Acesso em: 23 de abril de 2014.

FASB, **Statement of Financial Accounting Standard**. N.128. New York: Financial Accounting Standards Board, 1997.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 15º Ed, Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

HAHN, Audilene Vasconcelos. **Um Estudo sobre a Relação Entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na BOVESPA**. In: 3º Simpósio FUCAPE de Produção Científica. Disponível em:
<<http://www.fucape.br/simposio/3/artigos/audilene%20vasconcelos%20hahn.pdf>>
Acesso em: 17 de junho de 2014.

IBGC – **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 05 de Novembro de 2013.

IUDÍCIBUS, S. de (1966). **Contribuição à teoria dos ajustamentos contábeis**. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do Mercado de Capitais**. 2º Ed, São Paulo: Atlas, 2009.

LACERDA, Leonardo Paula de. **Governança corporativa aplicada ao setor público: uma análise do desempenho educacional no brasil e em minas gerais a**

partir da pnad – pesquisa nacional por amostra de domicílios. 2011. 132 f. Dissertação (Mestrado)-Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2011.

LEAL, Ricardo; FERREIRA, Vicente; SILVA, Acdré Carvalhal; VALADARES, Silvia. **Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto**. Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v.6, n.1, p. 07-18, jan/abr 2002.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MORAES, Luiz Fábio Almeida. **As esfumações políticas, econômicas e sociais do Brasil na tomada de decisões do investidor em mercado de capitais. Salvador, 2003**. Disponível em <<http://www.fbr.br>>. Acesso em: 19 de Junho de 2014.

MORAES, Glaucio Silva. **A influência da Decisão da Abertura de Capital na Estratégia Financeira Organizacional**. Curitiba. 2011.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; DA SILVEIRA; Alexandre Di Miceli; ROCHA; Keyler Carvalho. **Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil**. In: RAC – E _ RAC Eletrônica .v. 1 n. 1, art. 8, p. 119 -135. Jan. / Abr. 2007. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/rac-e> . Acesso em: 17 de junho de 2014.

PEIXE, Francine C. Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. São Paulo: USP, 2003. 98 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755>> Acesso em: 17 de junho de 2014.

RICE, Anthony. **Accounts Demystified: How to Understand and use Company Accounts**. U.K.: Pitman Publishing, 1988, cap. 9, 10 e 11.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., e JORDON, B. D. **Essentials of corporate finance**. Richard D. Irwin, Homewood, Illinois, 1996.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., e JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

SANVICENTE, A.Z. **Administração financeira**. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 1987.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. **Demonstrações financeiras: abrindo a caixa preta**. São Paulo: Atlas, 1999.

SHELEIFER, A.; VISHNY, R. **A Survey of Corporate Governance**. Journal of Finance. 1997. SILVA, Wesley et al. **Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet**. XXVIII ENANPAD. Curitiba: Enanpad, 2004.

SILVA, Wesley et al. **Determinantes da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras na Internet**. XXVIII ENANPAD. Curitiba: Enanpad, 2004.

SILVEIRA, Alexandre de Miceli. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: USP, 2002. 152 f. Dissertação de Mestrado. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056>> Acesso em: 17 de junho de 2014.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli et al. **Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam**. XXVII ENANPAD. Curitiba: Enanpad, 2004.

SILVEIRA, Alexandre de Miceli; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da Qualidade da **Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras**. Ed. 61. Vol. 14. n.13. 2008. Disponível em <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:vqFdF9gPM4EJ:www.ead.fea.usp.br/semead/7semead/paginas/artigos%2520recebidos/Finan%25E7as/FIN19_

-_Determinantes_do_nivel_governan%25E7a.PDF+&cd=2&hl=ptBR&ct=clnk&gl=br>
Acesso em: 17 de junho de 2014.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. **Estudo de Eventos: o método e as formas de cálculo do retorno anormal**. In: Associação dos Programas de Pós-graduação em Administração, XXVI, 2002, Salvador (BA).

TITMAN, S.; WESSELS, R. The **Determinants of Capital Structure Choice**. The Journal of Finance, v. 43, n. 1, p. 1-19, Mar. 1988.

VAN HORNE, James C. **Financial Management and Policy**. 11^a ed. Upper Sadle River: Prentice Hall, 1997.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2007

WESTON, J.; BRIGHAM, E. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron, 2000.

WHITE, Gerald I.; SANDHI, Ashwnpaul, C.; FRIED, Dov. **The Analysis and Uses of Financial Statements**. 2. Ed. New York: John Wiley & Sons, 1998.

WILLSON, Gerigk. **Governança Corporativa: estudo comparativo de desempenho das empresas listadas nos diferentes níveis de GC da BOVESPA utilizando a análise discriminante múltipla**. Congresso Internacional de Administração. Ponta Grossa, 2007. Disponível em <www.admpg.com.br/2007/index.php?page=5&long=1&sub=17> Acesso em: 18 de Junho de 2014.