

GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS LISTADAS NOS NÍVEIS DA BM&FBOVESPA

CORPORATE GOVERNANCE: AN ANALYSIS OF PERFORMANCE OF BRAZILIAN OPEN COMPANIES LISTED ON BM & FBOVESPA LEVELS

Mário César Sousa de Oliveira

Email: mcesar@unifesspa.edu.br

UNIFESSPA-Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará, Marabá, PA, Brasil

Hugo Azevedo Rangel de Moraes

Email: hugorangel@unifesspa.edu.br

UNIFESSPA-Universidade Federal do Sul e Sudeste do Pará, Marabá, PA, Brasil

Moises Ozório de Souza Neto

Email: moises.ozorio@ufersa.edu.br

UFERSA-Universidade Federal Rural do Semiárido, Mossoró, RN, Brasil

Jairo Henrique de Lima

Email: henriquellima@hotmail.com

Graduado em Contabilidade pela UFERSA, Mossoró, RN, Brasil

Manuscript first received/Recebido em: 12/05/2017 Manuscript accepted/Aprovado em: 30-12/2017

RESUMO

Boas práticas de governança corporativa tendem a aprimorar a performance econômica, aumentar o retorno sobre o investimento, da mesma maneira aumentar o valor das companhias. Diante dessa conjuntura, o presente estudo objetiva verificar quais são as alterações ocorridas na performance de rentabilidade das companhias, em virtude da adesão aos níveis de boa prática de governança corporativa da BM&FBOVESPA, em nove (09) companhias de variados setores do mercado. Para isso, foram analisados três (03) indicadores econômico-financeiros utilizados para verificar a rentabilidade das organizações no período de 2010 a 2013. A pesquisa pode ser caracterizada como descritiva e quantitativa. Com relação aos dados, os mesmos foram coletados no banco de dados do *Software Economática®*. A pesquisa utilizou de teste Wilcoxon para analisar a diferença entre médias dos indicadores antes e depois da inserção ao segmento de listagem, Novo Mercado (NM). Os

resultados apontaram que não há diferenças nos indicadores quando comparados o ano antes e anos posteriores à adesão ao nível de governança corporativa quando analisados de forma conjunta, o contrário ocorreu quando se analisou as companhias individualmente, notou-se que o valor de mercado aumentou em 70% das empresas. Portanto, é oportuno frisar que o simples fato de uma empresa ingressar em um dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA não representa, necessariamente, reflexo direto e imediato, em seu desempenho ou valor total de mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho Financeiro. Teste de Médias.

ABSTRACT

Good corporate governance practices tend to improve economic performance, increase return on investment, just increase the value of the company. Given this situation, this study aims to verify what are the changes in the performance of profitability of companies, by virtue of adherence to standards of good corporate governance practices of BM & FBOVESPA, in nine (09) of various market sectors companies. For this we analyzed three (03) economic and financial indicators used to check the profitability of organizations in the period 2010 to 2013. The research can be characterized as descriptive and quantitative. With respect to the same data were collected in the Software Economática® database. The study used the Wilcoxon test to examine the difference between means of the indicators before and after insertion of the segment list, NM. The results showed that there are no differences in the indicators when compared to the years before and years following accession to the level of corporate governance when analyzed together, the opposite occurred when only the individual companies, it was noted that the market value increased by 70% companies. With all, it is appropriate to note that the mere fact that a company join one of the corporate governance levels of BM & FBOVESPA not necessarily represent direct reflection and immediate in its performance or total market value.

Keyword: Corporate Governance. Financial Performance. Test Medium.

1 INTRODUÇÃO

O advento econômico e a globalização, vivenciados em todas as partes do mundo, tem significativa influência no mercado de capitais, proporcionando um crescimento do número de investidores, que, por sua vez, buscam e exigem mais informações. Neste estágio, é de suma importância que as informações sejam divulgadas com qualidade, ética e transparência, objetivando a legitimidade informacional. Neste sentido, a governança corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos, representa uma ferramenta capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores de recursos financeiros dessas empresas se asseguram de que terão o retorno de seus investimentos (TAVARES FILHO, 2006).

Silva e Leal (2007) comentam que a estrutura de governança corporativa surgiu como instrumentos para corrigir falhas que existem no mercado, ocasionados pela assimetria

informacional e pelo conflito de agência. No entanto, pelas dificuldades legais de alguns países no aperfeiçoamento da governança corporativa, alguns mercados se sentiram com a obrigação de criar um sistema de adesão voluntária a melhores práticas de governança por parte das empresas.

Conseqüentemente dois pontos chaves são responsáveis pela credibilidade da Governança Corporativa diante do mercado financeiro mundial: A transparência da gestão empresarial e a redução de riscos para os investidores, uma vez que as práticas de boa governança corporativa com a sua atual importância, tem sido vista pelo mercado financeiro, nacional e internacional com relevância, em razão de privilegiar uma gestão mais transparente, em relação à rentabilidade, como meta a ser atingida, e propiciar menores riscos aos investidores, lhe garantindo melhores resultados em suas aplicações.

A adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA mostra o esforço das corporações em melhorar a forma pela qual gerem a governança, proporcionando uma relação mais estreita entre os investidores, além de elevar a valorização da riqueza empresarial. Por isso, Iziq (2005, p.25), “A cultura da Governança Corporativa não apenas se alastra entre empresas brasileiras: começa a se tornar um padrão de referência para os investidores”.

Silveira (2005) comenta que empresas que apresentam uma estrutura de governança corporativa em acordo com as praticas indicadas pelos agentes de mercado possuem resultado melhor e o preço de suas ações são bem mais avaliados pelo mercado, do que aquela empresa que não possuem uma adequada estrutura de governança. Essas boas práticas tendem a proporcionar uma redução do custo do capital no médio e longo prazo em virtude da redução do risco para os *stakeholders*, além de melhorar a qualidade e transparência das informações prestadas pelas companhias. Tudo isso impacta de forma positiva, direta e indiretamente, no resultado da companhia e, conseqüentemente, gera condições para aumento de riquezas dos acionistas. Assim, entende-se que o desempenho econômico melhora, aumentando o retorno sobre o investimento e o valor da empresa (TAVARES FILHO, 2006).

O estudo procura demonstrar relações entre desempenho econômico das corporações e as práticas de Governança Corporativa, alinhada pela adesão dos níveis de Governança Corporativa, estabelecidas pela BM&FBOVESPA: Novo Mercado (NM), Nível 2 de Governança Corporativa (N2GC), Nível 1 de Governança Corporativa (N1GC). Em frente dessas considerações, elabora-se a seguinte indagação de pesquisa, delimitando-se, portanto o presente estudo: é analisar as mudanças na performance das companhias abertas brasileiras,

após a adesão aos segmentos da boa prática de governança corporativa da BM&FBOVESPA, em disposição da rentabilidade.

Por tanto, o estudo procura estudar, se ocorreu alterações relevantes no desempenho econômico das companhias, após a adesão aos segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no ano de 2011, tal ano é justificado, pois as companhias abertas e instituições financeiras tinham até o ano limite de 2010 para convergirem as Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS), por intermédio do comunicado n.º 14.259/2006, emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da instrução n.º 457/2007, emitida pelo Banco Central do Brasil (BACEN), e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), pela circular n.º 354/2007.

REFERENCIAL TEÓRICO

GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009), a definição de governança corporativa e a sua execução devem seguir as seguintes premissas:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

O tema Governança Corporativa é de suma importância prática. Não existe um modelo padrão, mas vários, se diferenciando um do outro. Isso acontece, pois depende em sua maioria, de determinantes institucionais, bem como do Estado, que por meio de definições financeiras e legais, molda a elaboração do mercado de capitais local e do nível de resguardo dos investidores, induzindo o modelo de governança a ser utilizados pelas empresas. Assim, os países apresentam divergências vultosas entre os sistemas de Governança Corporativa das suas empresas.

Reforçando o exposto acima, Andrade e Rossetti (2009, p.27) complementam ainda, que essas diferenças ocorrem devidos aos traços culturais, a construção histórica das economias e as teorias legais dos anglo-saxões não são iguais aos dos latino-europeus, que por sua vez, também, diferem aos dos latino-americanos e que são mais diferentes ainda dos escandinavos, das nações do leste europeu e dos orientais. Outra diferenciação dos modelos e a influência das empresas em cada país e a abrangência dos interesses atingidos pela

governança. E outro fator considerado importante são as tipologias das empresas (abertas ou fechadas), se há um controle familiar, se consorciado ou se pulverizado e, se privadas ou estatais.

Por meio dessas definições e das diferenças de modelos de governança, entre os países, pode-se compreender que a Governança Corporativa corresponde a um conjunto de princípios e práticas com o desígnio de minimizar as divergências de interesses entre os *stakeholder*, com disposição a reduzir o custo de capital e crescer tanto o valor da empresa como o retorno aos seus acionistas. E que sua diferenciação se dá por dimensões das empresas, a interferências do Estado, quanto ao regime legal, às fontes geradoras de recursos, traços culturais dos países, etc.

Modelos de Governança Corporativa

Com base nas características do procedimento da Governança Corporativa, nota-se que na literatura pertinente, existem pesquisas com o intuito de apontar, as diferentes estruturas de governança existentes nas empresas e entre os países. Em vista disso, frequentemente, os estudos na área de Governança Corporativa, ressaltam dois modelos, o modelo anglo-americano e o modelo germânico-japonês (YAMAMOTO; PRADO, 2003). O modelo anglo-americano, ou anglo-saxônico, tem como características o fracionamento das ações em vários acionistas, minoritários, onde a sua influência é pequena na parcela de propriedade. Um mau desempenho da empresa é normalmente visto como motivações para venda das ações, como conseqüências, têm as aquisições hostis ou fusões. Os interesses dos acionistas são amplamente protegidos por esse modelo, e ainda são amparados por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores (OKIMURA, 2003, p.26).

O modelo germânico-japonês, ou nipo-germânico, é caracterizado pela presença de grandes investidores, no qual são detentores de uma grande parcela expressiva de ações e a administração, atualmente, está sob maior monitoramento. Esses grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou outra empresa, além de estruturas familiares. A presença de estruturas piramidais e de propriedade cruzada, amiúde, existe em larga escala, induzindo por muitas vezes os acionistas majoritários a votarem em nome dos minoritários (OKIMURA, 2003, p.26).

A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Os principais documentos que abordam o tema Governança Corporativa no Brasil são: O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM, os quais foram formulados com base nos principais Códigos Internacionais de Governança Corporativa, conseqüentemente esses documentos são utilizados como orientador nas questões de Governança Corporativa, para as empresas brasileiras.

A Governança Corporativa no Brasil se mostrou de forma mais ativa em 1990, quando as privatizações e a abertura do mercado nacional se tornavam realidade (SILVA; LEAL, 2004). Com isso, começaram as discussões em torno da constituição de um órgão regulador, no qual, seria responsável por definições de padrões que fossem adotados pelos conselhos de administração, objetivando a redução de suas deficiências. Neste, intervalo, em 1995, foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Entretanto, o IBCA sentiu a necessidade de expandir suas atividades, descentralizando seu foco, que antes era somente voltado para os conselhos de administração, passando a focar, também, a partir de então, a propriedade, a diretoria, o conselho fiscal e a auditoria independente. Desta forma, passou a chamar-se, em 1999, de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). No mesmo ano de sua fundação o IBGC, publicou o seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2004).

De acordo com Silveira (2005) e Silva (2006), nos últimos anos, estimulados pela competitividade do mercado, além da influência do mercado pela aderência das empresas às boas práticas de Governança, bem como, algumas iniciativas institucionais e governamentais, também, vêm colaborando com a melhoria das práticas de governança nas empresas brasileiras, ressaltando a: Criação do IBGC em 1995; Aprovação da nova Lei das Sociedades por Ações – S.A; Criação do Novo mercado e dos níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA; As recomendações da CVM sobre Governança Corporativa; Definição do Banco nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); A introdução de novas regras para definição dos limites da aplicação dos recursos dos fundos de pensão.

Por outro lado, um padrão emergente de Governança Corporativa das companhias brasileiras vem, aos poucos, agregando os seguintes aspectos: valorização visível dos interesses dos acionistas minoritários; acionistas não controladores mais atuantes; sobreposição moderada da propriedade e gestão; maior transparência da divisão dos papéis do conselho/diretoria executiva; disposição formal dos conselhos, existindo a presença dos comitês; maior paridade entre conselheiros independentes, externos e internos; conselheiros mais profissionais; remuneração volúvel mais disseminado (TAVARES FILHO, 2006).

Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Serão apresentados os níveis de Governança Corporativa, criados pela BM&FBOVESPA, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que incentivasse concomitantemente o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As sociedades listadas nesses segmentos comprometem-se a efetuar melhorias nas práticas de Governança Corporativa, aumentando os direitos dos acionistas não controladores e ampliando a transferência das informações publicadas no mercado.

Em dezembro de 2000, a BM&FBOVESPA, com o propósito de atrair novos investidores e novas empresas, por intermédio de novas regras rígidas de Governança Corporativa, criou segmentos especiais de listagem do mercado de ações, visando destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança, por meio da adesão voluntária, firmadas através de contratos entre as partes. São três os níveis de Governança da BM&FBOVESPA, sendo diferenciados pelo sufoco e com o nível de exigência gradativo na adoção de práticas diferenciadas de governança. São elas: Nível 1 (menor nível), Nível 2 (nível intermediário), ambos voltados para empresas que já possuem ações negociadas em bolsa e Novo Mercado (nível de maior exigência), sendo este mais dirigido à listagem de empresas que venham abrir capital, mais a frente esses segmentos serão aprofundados. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm ante a Lei das Sociedades por Ações, propiciando uma melhora na avaliação das companhias que aderem, voluntariamente, a um dos segmentos, visando a ampliação dos direitos dos acionistas e a melhora da qualidade das informações trazidos por essas regras.

As sociedades listadas no Nível 1 tem o comprometimento em adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso as informações pelos investidores. Para serem inseridas no Nível 1, as companhias devem entre outras práticas:

- A manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações (*free float*), ou seja, a companhia deve manter no mínimo 25% das ações em circulação;
- A prática de ofertas públicas de distribuição de ações através de procedimentos que favoreçam a dissipação do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, dentre os quais estão as exigências de consolidação e revisão especial;
- O uso de regras de transparência em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas majoritários ou administradores da empresa;

- Publicação de acordos de acionistas e programas de opções de ações (*stock options*); Divulgação de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias Nível 2 se comprometem, além do acatamento das obrigações impostas no Nível 1, devem empregar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais:

- Mandato unificado para todo o conselho de administração;
- Disponibilização de balanço anual conforme as normas do (US GAAP) ou (IAS GAAP);
- Ampliação para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia é de, no mínimo, 70% deste valor para os donos de ações preferenciais (*tag along*);
- Garantia de voto às ações preferenciais em algumas situações, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigação de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação nesse nível;
- Adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado determina que as empresas, além de abrigar-se a adotar todas as exigências do Nível 2, elas só podem emitir ações com direito a voto, as chamadas ações ordinárias. Esse nível é destinado a empresas que tenham interesse em abrir o capital, mas companhias que desejam entrar para esse nível devem transformar todas as ações em ordinárias. Portanto, as adesões aos segmentos de Governança Corporativa podem proporcionar vantagens para as empresas e, também, para os investidores, uma vez que estes terão maior segurança ao adquirir uma ação gerada pelo aumento da transparência, o que resultaria em uma compra com menor risco.

Outrossim, quando do lançamento do Novo Mercado (NM) e dos níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da BM&FBOVESPA, tinha-se a perspectiva de que as sociedades que se adequassem às novas regras teriam uma valorização no preço de suas ações, e como consequência, maior retorno sobre o Patrimônio Líquido (PL), além da possibilidade de redução nos custos de captação ao longo do tempo (AGUIAR; CORRAR; BATISTELA, 2004).

Baseado nessas ponderações podem-se compendiar as principais utilidades do NM e dos NDGC da BM&FBOVESPA nos seguintes pontos:

- Maior transparência quanto às divulgações de informações proporcionando uma redução da assimetria informacional entre os investidores e empresas;
- Dedução do custo de capital das companhias que se adequam às novas regras;
- Incremento do retorno do investimento;
- Incentivar o interesse dos investidores pelo mercado de capitais no que diz respeito à compra de ações e outros títulos e valores mobiliários;
- Colaborar para a consolidação do mercado de capitais brasileiro;
- Disponibilizar meios para a valorização das companhias.

Dessa maneira, compreende-se que o mercado de capitais brasileiro está dividido em quatro níveis, de acordo com a Figura 1:

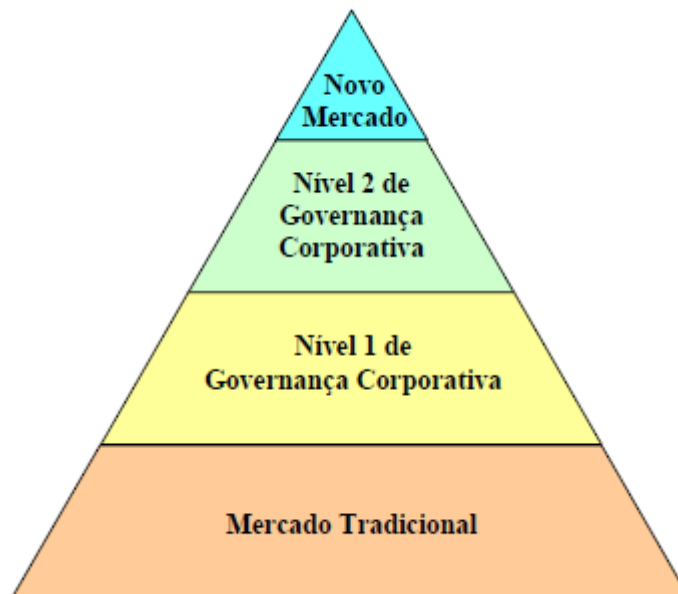


Figura 1 – Segmentos do Mercado de Capital Brasileiro
Fonte: Adaptado de Tavares Filho (2010, p. 66).

Em resumo, o que diferencia os segmentos entre si é o nível de exigências de práticas de Governança Corporativa. Esta pirâmide demonstra a disposição das empresas, desde o mercado tradicional com um nível de exigência menor até o novo mercado com nível de exigência mais elevado.

INDICADORES DE DESEMPENHO

De forma ampla, as empresas aplicam variados elementos – financeiros, humanos, tecnológicos, administrativos, energéticos, etc. – e buscam elaborar novos recursos (rendimentos) com a finalidade de remunerar esses fatores. Deste modo, os salários são a remuneração da mão de obra; os honorários da administração; a remuneração da capacidade administrativa; o lucro, a remuneração do capital investido. Nesse entendimento ao se afirmar que todas as empresas visam à geração de lucro, não quer dizer necessariamente que ela só busque o lucro e remunerar capitais, mas que, para remunerar os capitais procura auferir lucro (MATARAZZO, 2003, p. 392). Todavia, “[...] o lucro é o principal estímulo do empresário e uma das formas de avaliação do êxito de um empreendimento” (RAPPAPORT, 2001, p. 217).

À frente do exposto é cabível comentar que o lucro faz relação direta com a estrutura de capital de uma empresa, e a quantia total investida, por sua vez, está associado com a formação dos ativos. Em outras palavras, os recursos financeiros providos pelos investidores e credores, são aplicados em valores ativos, cujo são responsáveis pelas atividades operacionais, formadora de novos recursos e de resultado.

Logo, a rentabilidade é uma medida de desempenho operacional de uma sociedade ou de parte de uma sociedade, baseado no lucro, podendo ser retratado por uma medida absoluta ou relativa. Portanto, os indicadores de rentabilidade expressão quanto renderam os investimentos e qual o nível de êxito econômico da empresa (LEONE; LEONE, 2004, p.256).

Nesse aspecto, pode-se afirmar que rentabilidade é consequência de uma cadeia de políticas e decisões pertinente a empresa, uma vez que expressão os efeitos combinados da liquidez, da gestão de ativos e do endividamento dos resultados operacionais (BRIGHAM; HOUSTON, 2001, p. 89). À vista disso, a rentabilidade deve ser vista como um indicativo de eventuais tendências quer sejam positivas ou negativas, alusivo ao desempenho empresarial, as quais exigem investigação mais aprimorada, tendo em vista as medidas instigadoras ou corretivas.

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

Ressalta-se que os índices de retorno, também conhecidos por índices de lucratividade ou rentabilidade, indicam o retorno gerado pela empresa aos investidores em termo operacionais e/ou financeiros. Esses índices podem ser calculados por intermédio de análise das demonstrações contábeis. Entretanto, segundo Matarazzo (2010), as demonstrações contábeis possuem um elevado grau de informação, contudo a análise do balanço patrimonial

proporciona uma extração de informações mais eficientes e melhores. Neste estudo se deu destaque aos indicadores econômicos e financeiros, particularmente ao Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Além destes, fez-se uso também do *Tobin's Q*, como um proxy para o valor total da companhia. Explica-se o uso desses três indicadores pela relevância da informação proporcionada por eles, além de serem os mais usuais em estudos acadêmicos realizados por outros autores, tais como: (TAVARES FILHO, 2006; FERNANDES; DIAS; CUNHA, 2010).

Retorno sobre o Ativo

O Retorno sobre o Ativo, ou simplesmente, ROA, é reputado como um dos quocientes individuais mais relevantes da análise de balanços, por mostrar o desempenho da empresa de um aspecto global, levando em conta todos os fatores envolvidos. Por isso, deveria ser usado amplamente pelas empresas como teste geral de desempenho, comparando os resultados encontrados e a meta desejada de retorno (IUDÍCIBUS; MARION, 2000, p.159).

Ao analisar de forma mais apurada, observa-se que seu resultado está ligado diretamente a margem de lucro e ao giro do ativo, definindo-se pela seguinte relação:

$$\text{ROA} = \text{MARGEM} \times \text{GIRO}$$

Onde:

$$\text{MARGEM} = \frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{VENDAS}} \quad \text{e} \quad \text{GIRO} = \frac{\text{VENDAS}}{\text{ATIVO}}$$

A margem, *Return on Sales* (ROS), representa a parcela do lucro operacional que uma empresa obteve sobre o montante de suas vendas, ou ainda do faturamento, após descontar os impostos e abatimentos, os custos e despesas, o imposto de renda e contribuições. Por sua vez, o giro representa o número de vezes em que a empresa consegue girar seu próprio ativo, ou o número de vezes em um determinado período, que a empresa consegue vender seu ativo.

$$\text{ROA} = \frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{VENDAS}} \times \frac{\text{VENDAS}}{\text{ATIVO OPERACIONAL}}$$

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

$$ROA = \frac{\text{LUCRO OPERACIONAL}}{\text{ATIVO OPERACIONAL}}$$

Segundo Gropelli e Nikbakht (1998, p. 295) “o índice de retorno sobre o patrimônio líquido mede a taxa de retorno para os acionistas. Os analistas de mercado de capitais, tanto quanto os acionistas estão especialmente interessados nesse índice. Em geral, maior o retorno, mais atrativa é a ação”.

Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Segundo Wernke (2008, p. 267), “o ROE evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa”, ou seja, os acionistas são os que mais têm interesse em acompanhar este índice, pois se trata do retorno do investimento que foi feito, averiguando se foi superior às alternativas ou se excedeu as taxas de rendimento do mercado financeiro.

Portanto:

$$ROE = ROA \quad X \quad \frac{\text{ATIVO TOTAL}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Ou

$$ROE = \frac{\text{LUCRO}}{\text{VENDAS}} \quad X \quad \frac{\text{VENDAS}}{\text{ATIVO TOTAL}} \quad X \quad \frac{\text{ATIVO TOTAL}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

O ROE, segundo Assaf Neto (2012, p. 152), “deve ser comparado sempre com a taxa de retorno mínimo exigida pelo acionista”. Assim sendo, para tornar-se interessante, “todo investimento deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual à taxa de oportunidade”. Para tanto, o modelo utilizado para o cálculo do ROE, é:

$$ROE = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO MÉDIO}}$$

Valor de Mercado – Tobin’s Q

Destaca-se que para o corrente estudo, faz-se uso do indicador de desempenho *Tobin’s Q*, delimitado, por Assaf Neto (2012), como a relação entre “o valor de mercado de uma

empresa com o valor de reposição de seus ativos”. Ainda, julga ser um índice bastante revelador da potencialidade de valorização da empresa, apontando a riqueza agregada pelo mercado como representação do seu poder de gerar lucros.

O procedimento de avaliação dos resultados do indicador *Tobin's Q* é exposto no Quadro 3.

Quadro 3: Avaliação de Resultados – *Tobin's Q*.

FAIXA	FINALIDADE
Indicador maior que 1 ($Q > 1$)	O valor total de mercado da empresa é superior ao preço de reposição de seus ativos, verificando-se agregação de um <i>goodwill</i> em seu preço, ou seja, houve uma geração de riqueza somada ao valor de mercado da empresa.
Indicador menor que 1 ($Q < 1$)	O valor que a empresa pode alcançar no mercado é menor do que se garantiria para construí-la, calculando o preço de reposição, ou seja, essa é uma gestão incompetente, pois não se pode remunerar de forma atraente o capital investido, representando uma situação de destruição de valor.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2012).

Portanto,

$$TQ(\text{aproximado}) = \frac{VMA + VCD}{\text{ATIVO TOTAL}}$$

Desta maneira, quando $Q > 1$ as empresas terão incentivo para investir, pois o seu custo será menor do que o novo capital investido. Antagonicamente, quando o $Q < 1$, não ocorrem novos incentivos na empresa, para aplicar em novos projetos (ASSAF NETO, 2012).

METODOLOGIA

O trabalho se apoia em pesquisas bibliográficas, fontes de dados secundárias, uma vez que se baseou em estudos teóricos nacionais e internacionais nos quais foram abordados assuntos relacionados à rentabilidade empresarial, e Governança Corporativa. Foi utilizado fontes secundárias através de trabalho já desenvolvidos, além de fontes primárias, por meio da análise documental das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) das companhias listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, no ano base de 2011. Foram utilizadas fontes secundárias, através de estudos já realizados, como o de Tavares Filho (2006), além das fontes primárias, por intermédio do banco de dados do programa Economatica®.

Foram calculados os índices médios de desempenho após aderirem aos segmentos de governança, e será feita a comparação com os índices apresentados anteriormente à adesão por meio da utilização do teste não paramétrico de diferença de média para amostra emparelhada de Wilcoxon.

Os dados empíricos utilizados neste estudo originaram-se da população das companhias listadas no N1GC, N2GC e NM da BM&FBOVESPA. A coleta dos dados foi realizada por meio de consulta no *software* Economática®, no qual foram extraídos dados das demonstrações financeiras trimestrais das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, referentes ao ano 2011. A amostra é composta por nove (09) companhias listadas no N1GC, N2GC e NM no ano de 2011.

No que se reporta ao tratamento estatístico, investigou-se, inicialmente, averiguar se a adesão aos segmentos de listagem promoveria mudanças significativas nos indicadores de rentabilidade das companhias estudadas, para tanto, foi fundamental a utilização de teste não paramétricos de diferença de média para amostra emparelhada de *Wilcoxon*. A propensão do teste justifica-se, uma vez que, foi permitido constatar que os dados apresentaram poucas observações sendo preferível, assim, a utilização de teste não paramétricos. Os referidos testes foram gerados pelo *software* SPSS® empregado como instrumento para execução dos testes estatístico do presente estudo. Ambos os testes serão executados a um nível de significância de 0,05.

Tabela 01 – Teste de Normalidade – *Kolmogorov-Smirnov* e *Shapiro-Wilk*

Teste de Normalidade						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
ROAantes	,108	18	,200*	,967	18	,732
ROAdepois	,120	18	,200*	,931	18	,200
ROEantes	,159	18	,200*	,964	18	,690
ROEdepois	,197	18	,063	,879	18	,025
QTantes	,254	18	,003	,764	18	,000
QTdepois	,252	18	,004	,848	18	,008

*. Este é um limite inferior da significância verdadeira.

a. Lilliefors Significance Correction

Fonte: Dados da Pesquisa extraídos do programa SPSS. Adaptado pelo autor.

Em consequência de os dados da pesquisa não seguirem a uma distribuição normal, utilizou-se o teste de diferença de média Wilcoxon para amostras emparelhadas, que de

acordo com Maroco (2003), o teste se apresenta como uma alternativa ao teste t de Student, visto que, está verificação, exige que as variáveis possuam distribuição normal. Desta forma, o teste Wilcoxon compara duas médias populacionais a partir de amostras emparelhadas, quando as variáveis não seguem uma distribuição normal. Além disto, Wilcoxon propicia considerar a amplitude da diferença de cada par (MAROCO 2003). Com vias a permitir analisar se ocorreram alterações significativas nos indicadores financeiros das companhias do estudo. Após a adoção aos segmentos de listagem, estabeleceram-se as seguintes hipóteses estatísticas:

- Hipótese nula (H_0): Não há diferença entre as médias dos indicadores antes e depois da adoção ao segmento de listagem NM, da BM&FBOVESPA, portanto as médias são iguais.
- Hipótese alternativa (H_1): Há diferença entre as médias dos indicadores antes e depois da adoção ao segmento de listagem NM, da BM&FBOVESPA, deste modo as médias são diferentes.

A H_0 rejeita a existência de diferença entre a média dos indicadores calculada antes da implantação do nível de governança e a média calculada após a implantação do segmento (NM). Em contrapartida, a H_1 infere que as médias dos indicadores calculados antes e depois da adesão ao nível de governança (NM), são diferentes.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente realizou-se uma análise preliminar dos dados por meio de tabelas comparativas, com a finalidade de se verificar, a priori, algumas evidências dos indicadores averiguados, ROA, ROE e TQ; os procedimentos seguintes tratam-se de testes descritivos.

Na Tabela a seguir, está representado o indicador ROA onde cada companhia foi analisada de forma individual.

Tabela 02 – Análise preliminar do retorno do ativo das empresas individualmente.

	ROA (%)		
	Antes	Depois	Mudança

ABRIL EDUCA	,0940	1,0827	(+)
AREZZO CO	6,3470	4,2807	(-)
BR PHARMA	-,0223	-,3834	(-)
IMC HOLDINGS	,0000	,2170	(+)
MAGAZ LUIZA	,0668	,2184	(+)
QGEP PART	1,4958	1,3358	(-)
SIERRA BRASIL	3,3178	3,3588	(+)
TIME FOUR FUN	,0376	,4660	(+)
TECHNOS	1,9527	3,9585	(+)

Fonte: Dados da pesquisa extraídos do programa SPSS. Adaptado pelo autor (2015)

Sendo assim, a análise preliminar dos dados, fundamenta-se nas Tabelas 2, 3 e 4, as quais evidenciam a média trimestral do retorno do Ativo, retorno do Patrimônio Líquido e o valor das empresas, antes e depois da adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA.

Através da análise da Tabela 02, verifica-se que 06 empresas apresentaram rentabilidade média do Ativo superior depois da adesão ao NM da BM&FBOVESPA, correspondendo, aproximadamente, a 70% do total; enquanto 30% das companhias tiveram um aumento na referida rentabilidade. Pode-se ser destacado também, que na companhia ABRIL EDUCA houve uma variação percentual de, aproximadamente, 1052%, onde antes apresentava 0,0940 e depois foi para 1,0827.

Também ocorreu um aumento expressivo na companhia TECHNOS, onde a média do ROA antes da adesão era de 1,9527, passando para 3,9585, depois da adesão, o que representa um aumento de 1140%. Já na companhia IMC HOLDINGS a variação foi, positiva, de 100%. Por outro lado, foi percebido que na companhia BR PHARMA, foi obtido um aumento negativo após a adesão, pois antes a média do ROA era de -0,0223, passando para -0,3834, o que representa em termos percentuais a aproximadamente 1169%.

Pode-se concluir que, na maioria dos casos, o retorno do Ativo das empresas tendeu a aumentar depois delas assumirem o compromisso de boas práticas de governança adicionais junto a BM&FBOVESPA. O que corrobora com a perspectiva de que as companhias que se adequassem as “novas regras teriam melhor desempenho” (AGUIAR; CORRAR; BATISTELA, 2004, p.340). A seguir na tabela 03 será mostrado à análise preliminar do retorno do patrimônio líquido (ROE).

Tabela 03 – Análise preliminar do retorno do patrimônio líquido das empresas individualmente.

	ROE (%)
--	---------

	Antes	Depois	Mudança
ABRIL EDUCA	,1542	1,9762	(+)
AREZZO CO	11,5770	5,8633	(-)
BR PHARMA	-,0580	-,9781	(-)
IMC HOLDINGS	,0000	,2168	(+)
MAGAZ LUIZA	4,1168	1,3714	(-)
QGEP PART	1,4962	1,3367	(-)
SIERRA BRASIL	3,5790	3,4607	(-)
TIME FOUR FUN	,1636	1,1036	(+)
TECHNOS	2,8498	4,1022	(+)

Fonte: Dados da pesquisa extraídos do programa SPSS. Adaptado pelo autor (2015)

Por sua vez, a Tabela 03 mostra que as companhias que aumentaram a rentabilidade média do Patrimônio Líquido, depois da adesão ao nível de governança da BM&FBOVESPA, somam 4, e as que diminuíram somam 5, representando em torno de 45% e 55% em relação ao total, respectivamente. Nesta análise foi dado destaque a 3 companhias, onde duas tiveram aumento, positivo, percentual de 100% e 1182%, IMC HOLDINGS e ABRIL EDUCA, respectivamente. Contrário a este aumento está a companhia AREZZO CO, que teve um decréscimo de -49%, a média do ROE antes da adesão era de 11,5770 e após a adesão passou para 5,8633.

Portanto, essa análise preliminar sugere que, na maior parte dos casos, o retorno do Patrimônio Líquido das companhias tendeu a diminuir no período posterior ao ingresso no NM, resultado que entra em desacordo com o que comentam Aguiar, Corrar e Batistela (2004, p.339) “havia expectativa de se obter melhores preços por ações e, como consequência, maior retorno sobre o patrimônio líquido” com a adesão ao segmento do NM da BM&FBOVESPA. A seguir na tabela 04 será apresentada a análise preliminar do valor das empresas (TQ).

Tabela 04– Análise preliminar do valor das empresas individualmente.

	TQ		
	Antes	Depois	Mudança
ABRIL EDUCA	,5168	,9140	(+)
AREZZO CO	,5775	,4001	(-)
BR PHARMA	,6458	1,1612	(+)

IMC HOLDINGS	,0695	,4423	(+)
MAGAZ LUIZA	,9612	1,5398	(+)
QGEP PART	,4583	,6047	(+)
SIERRA BRASIL	1,0340	,8858	(-)
TIME FOUR FUN	,3916	,7634	(+)
TECHNOS	,5870	,5657	(-)

Fonte: Dados da pesquisa extraídos do programa SPSS. Adaptado pelo autor (2015)

Conforme Tabela 04, as empresas com valor médio superior (06), no período subsequente à adesão ao NM, representam, aproximadamente, 70% do total, ao passo que as companhias com situação oposta (03) totalizam 30%. Destacam-se nesta análise duas companhias a TIME FOR FUN e a BR PHARMA, onde ambas apresentaram aumento, respectivamente, 95% e 80%. Essa análise inicial indica que, na maioria dos casos, foi favorável o ingresso no nível de governança da BM&FBOVESPA no que diz respeito à valorização das empresas. O que corrobora com Aguiar, Corrar e Batistela, (2004), onde se tem a perspectiva de que as sociedades que se adequassem às novas regras teriam uma valorização no preço de suas ações, e como consequência, maior retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Em face dessas considerações preliminares sobre as empresas individualmente, sugere-se que a rentabilidade do Ativo teve, na maioria das companhias, uma variação positiva e enquanto a do patrimônio Líquido, teve uma variação negativa, após a adesão ao segmento de listagem NM. Já o valor de mercado das empresas aumentou, após a inserção no nível de governança da BM&FBOVESPA, pois 06 das 09 companhias analisadas obtiveram acréscimo no seu valor de mercado, o que representa aproximadamente 70% das empresas estudadas.

Averiguando a Tabela 05, observou-se que antes da adoção do segmento de listagem NM, o ROA apresentava uma média de 3,1839. Com a inserção no NM o valor da média do ROA baixou para 1,6441, o que significa que houve uma diminuição de mais de 50% no retorno sobre o ativo, demonstrando uma variação negativa em relação a inserção no nível de governança pelas empresas pesquisadas. O desvio padrão do ROA (antes e depois à adesão ao segmento de listagem) apresentou uma variação negativa de aproximadamente 11%, passando de 2,9837 para 2,6673. Esse elemento indica que a dispersão dos valores do ROA antes e depois da adesão, variou muito pouco.

Tabela 05– Estatística descritiva das variáveis analisadas.

Indicadores		Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	
ROA	18	Antes	3,1839	3,0610	8,02	-2,55	2,9837
	100	Depois	1,6441	1,3045	13,15	-6,02	2,6673
ROE	18	Antes	5,8715	4,1425	20,58	-6,45	6,5061
	100	Depois	2,0876	1,7930	14,02	-13,37	3,7579
Tobin's Q	27	Antes	0,9563	0,9310	2,47	0,28	0,5110
	100	Depois	0,7974	0,7330	2,13	0,28	0,3948

Fonte: Dados da pesquisa extraídos do programa SPSS. Adaptado pelo autor

Ainda de acordo com a Tabela 05, verifica-se também que o ROA quando evidenciado antes de aderir ao NM apresentava um máximo de 8,02, contudo, com a inserção no NM, este valor passou para 13,15, apresentando uma variação, positiva, correspondente a mais de 60%. Já em relação ao mínimo, este se apresentou negativo (-2,55) antes do nível de governança. Após a implantação do segmento de listagem, o mínimo permaneceu com saldo negativo, entretanto, este valor aumentou (-6,02), caracterizando uma mudança negativa, no que tange ao retorno dos investimentos realizados no ativo.

Os demais indicadores utilizados, também sofreram variações, em sua maioria negativa, como a média do ROE que correspondia 5,8715 antes da adoção ao nível de governança pelas empresas passando para 2,0876. Essa diminuição implica afirmar que, levando em consideração a média dos valores do ROE, os efeitos da adoção ao nível de governança corporativa não foram positivos para as companhias analisadas. O desvio padrão do ROE (antes e depois à inserção ao segmento de listagem) apresentou uma variação negativa de mais de 70%, passando de 6,50 para 3,75. Esse dado indica que a dispersão dos valores do ROE antes e depois da inserção no NM, diminuiu consideravelmente. Isso é bom, pois indica que os dados estão mais próximos à média.

Esses dados são corroborados, ao analisar os valores máximos e mínimos e, conseqüentemente, a amplitude total das variáveis. No que diz respeito ao valor mínimo, antes da adoção ao NM, este apresentava saldo, negativo, de -6,45 com um aumento de mais de 100%, o saldo foi para -13,37. Com relação ao máximo, este, apresentou valor de 20,58, com a adoção do segmento de listagem, este valor passou para 14,02, o que representa uma queda percentual de aproximadamente 47%, isto é, o valor máximo dos dados analisados diminuiu, o inverso o correu com o valor mínimo, mas o valor absoluto de ambos permaneceu semelhante, compreendidos entre 6 e 7.

A *proxy* Tobin's Q das empresas pesquisadas, também apresentaram alterações, onde foi possível constatar que com a adesão ao nível de governança da BM&FBOVESPA, os índices diminuíram em relação ao período em que as companhias não estavam inseridas no

Novo Mercado, exceto ao mínimo deste indicador que permaneceu constante. Observa-se que a média que era de 0,9563 caindo para 0,7974, configurando em uma redução de aproximadamente 20% no valor ou desempenho das companhias analisadas, o que significa dizer que as companhias não estão conseguindo gerar riquezas.

Contrapondo-se a isso, o valor do máximo, apresentado após as companhias serem inseridas no segmento de listagem, sofreu um leve declínio, haja vista que o seu valor antes era de 2,47, passando para 2,13 após a adoção. Com relação ao mínimo, observa-se que os valores permaneceram os mesmos antes e depois da adesão ao nível de governança corporativa.

De forma geral, posteriormente a análise da Tabela 5, pode-se concluir que os indicadores: ROA, ROE e TQ apresentaram uma diferença não muito grande na rentabilidade das companhias, fatos que serão discutidas no próximo tópico. Vale destacar que os indícios de significância dessa análise comparativa entre os saldos dos indicadores, antes e depois da simulação, são parciais e só podem ser confirmados com o teste estatístico específico de diferença de médias.

Para verificar se a adesão ao nível de governança da BM&FBOVESPA ocasionou diferenças significativas nas variáveis estudadas, aplicou-se o teste de média para amostra emparelhada de Wilcoxon, conforme a tabela apresentada abaixo. Conforme já dito anteriormente, a escolha desse teste justifica-se, uma vez que, por meio do teste de Kolmogov-Smirnov, foi possível verificar que os dados da amostra não seguem a distribuição normal.

Tabela 06 – Estatística do Teste de *Wilcoxon* para Amostras Emparelhadas

	Par 1*	Par 2*	Par 3*
Z	-,501 ^b	-,849 ^b	-1,441 ^b
p-value	,616	,396	,149
Decisão	Aceitar H ₀	Aceitar H ₀	Aceitar H ₀

a. Teste de Classificações Assinadas por *Wilcoxon*

b. Com base em postos positivos.

***Par 1:** ROI (antes e depois da adesão ao novo mercado);

***Par 2:** ROE (antes e depois da adesão ao novo mercado);

***Par 3:** Margem Líquida (antes e depois da adesão ao novo mercado);

Fonte: Dados da Pesquisa extraídas do programa SPSS. Adaptado pelo autor.

Nesse sentido, observa-se que a estatística Z do teste de Wilcoxon, para todos os pares, apresentou significância superior a 0,05, o que faz com que a hipótese nula seja aceita, ou seja, não existe diferença estatisticamente significativa nos saldos dos indicadores

financeiros e econômicos das empresas do estudo com adoção ao nível de governança corporativo da BM&FBOVESPA. Tal evidência sustenta que os desempenhos financeiros das empresas em estudo não sofreram impactos significativos com a inserção ao segmento de listagem, o que já poderia ser observado através das variações positivas nos indicadores econômico-financeiros utilizados como indicadores de rentabilidade (Tabela 05), haja vista que do ponto de vista estatístico, estas variações não foram significativas.

Fazendo-se uma análise dos resultados obtidos das companhias em conjunto e individuais, se mostraram semelhantemente, pois ambas as averiguações mostraram que apesar de terem ocorridos alterações nos indicadores tanto analisando as empresas individualmente como as companhias em conjunto, os resultados demonstrados não foram estatisticamente significativos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo geral, averiguar se ocorreu alterações significativas no desempenho das companhias abertas brasileiras, após a adesão ao segmento da boa prática de governança corporativa da BM&FBOVESPA, em disposição da rentabilidade. Analisar o desempenho individual e inter-relacional dos três indicadores, ROA, ROE, Tobin's Q, sendo possível a observação de alterações nesses indicadores. Para tanto, foram selecionadas nove (09) empresas que atenderam aos requisitos dispostos no item 3.2, deste estudo.

Analisando a estatística descritiva das variáveis, os resultados apontaram que a grande maioria dos indicadores apresentaram variações decrescentes. Destaca-se, ainda, que o indicador que demonstrou variação com maior representatividade foi ROE, uma vez que seu saldo antes da inserção apresentava um valor médio de 5,8715, decrescendo para 2,0876. Isso indica que após a adesão ao nível de governança corporativa houve uma queda considerável nos retornos dos recursos aplicados pelos proprietários e acionistas nas empresas. Já o indicador que se mostrou mais tímido, ou seja, não houve uma grande variação foi o Tobin's Q, variando de 0,9563 para 0,7974, demonstrando que houve uma pequena diminuição no valor ou desempenho das companhias analisadas, quando analisadas em conjunto. Já quando se analisou as empresas individualmente, um dos resultados mais importantes foi a constatação de que aproximadamente 70% das companhias, ou seja, 6 das 9 empresas analisadas, apresentaram um aumento em seu valor de mercado. No entanto, é oportuno frisar que o simples fato de uma empresa ingressar em um dos níveis de governança corporativa da

BM&FBOVESPA não representa, necessariamente, reflexo direto e imediato, em seu desempenho ou valor total de mercado, o que pode-se concluir que os resultados serão observados a logo prazo e não a curto prazo.

Em geral, os trabalhos científicos deparam-se com alguns problemas próprios de sua execução, tais como os referentes à coleta dos dados. Assim, os dados empíricos foram obtidos por meio do *software* Economática®, onde em algumas situações não foi possível à obtenção de alguns dados, pois estavam ausentes, o que inferiu em uma base de dados pequena, haja visto o reduzido número de companhias que aderiram ao segmento de listagem da BM&FBOVESPA em 2011.

Considerando os resultados obtidos e as limitações da pesquisa, recomenda-se para futuras pesquisas, uma ampliação da amostra com empresas listadas de setores distintos e ampliação temporal. Sugerem-se ainda novos estudos nesta mesma linha de pesquisa, onde sejam utilizados outros indicadores de desempenho, a fim de verificar a relação entre governança corporativa e o desenvolvimento econômico-financeiro das companhias, como por exemplo, o EVA, LPA e MVA como forma de avaliar a rentabilidade das empresas.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F. D. (2004.).Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas.

Revista de Administração da USP, São Paulo, (v. 39, n. 4, p. 338-347, out./dez.)

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSAF NETO, A. (2012.)**Mercado financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas.

BACEN. Banco Central do Brasil. (2014). **Glossário Completo**, Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/GlossarioLista.asp?idioma=P>>. Acesso em: 21 jun. 2014.

BM&FBOVESPA. (2014)Bolsa de Mercados & Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo. **Comparativos de Segmentos de Listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br#>> Acesso em: 13 jun. 2014.

BM&FBOVESPA. (2014). Bolsa de Mercados & Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 13 jun. 2014

BM&FBOVESPA. (2014). Bolsa de Mercados & Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo. **Nível 1**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-1.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

BM&FBOVESPA. (2014) Bolsa de Mercados & Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo. **Nível 2**. Disponível em:<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/nivel-2.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

BRIGHAM, E. F. ; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

FERNANDES, N.; DIAS, W.; CUNHA, J. (2010) Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM & FBOVESPA. **Revista Organizações em Contexto – online**, (v. 6, n. 11, p. 22-44, jan./jun.)

IBGC. (2009) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo,

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. (2000) **Curso de contabilidade para não contadores**. 3. ed. São Paulo: Atlas.

IZIQUE, Cláudia. (2005) De mãos dadas. **Revista Razão Contábil**. São Paulo: Segmento RM Editores, ano 2, n. 16, p. 24-27, ago

LEONE, G. S. G.; LEONE, R. J. G. (2004) **Dicionário de custos**. 1. ed. São Paulo: Atlas.

MAROCO, J. (2003) **Análise estatística**: com utilização do SPSS. Lisboa: Silabo

MATARAZZO, D. C. (2010) **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas,

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

OECD. (2014) *Organisation For Economic Co-Operation and Development*. **OECD principles of corporate governance** – 2004 Edition. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>>. Acesso em: 26 jun. 2014.

OKIMURA, R. T. (2003).**Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**.. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

RAPPAPORT, A. (2001). **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas,

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. (2002). **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas,

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. (2004). *Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil*. São Paulo: IBGC.

GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS COMPANHIAS ABERTAS
BRASILEIRAS LISTADAS NOS NÍVEIS DA BM&FBOVESPA

Mário César Sousa de Oliveira, Hugo Azevedo Rangel de Moraes, Moises Ozório de Souza Neto, Jairo Henrique de Lima

SILVA, A. L. C. (2006). **Governança corporativa e sucesso empresarial:** melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva,

SILVEIRA, A. M. (2005). **Governança corporativa:** desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul Editora,

TAVARES FILHO, F. (2006). **Rentabilidade e valor das companhias no brasil:** uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa. 2006. 170 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo,

WERNKE, R. (2008). **Gestão Financeira:** ênfase em aplicações e casos nacionais. Rio de Janeiro: Saraiva,

YAMAMOTO, M. M.; PRADO, J. E. A. (2003). Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. **Revista BOVESPA**, São Paulo, (v. 9, n. 88, p. 42-43, out./dez.)