

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Bacharelado em Ciências Contábeis

IVO NATHAN DA COSTA SILVA

**ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS E NÍVEL DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS COMERCIAIS**

Brasília, DF

2014

Ivo Nathan da Costa Silva

**ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS E NÍVEL DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA DE EMPRESAS COMERCIAIS.**

Trabalho de Conclusão de Curso na modalidade Monografia apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de pesquisa:

Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:

Finanças

Orientador: Prof^o. MSc. Afonso José Walker

Brasília, DF

2014

SILVA, Ivo Nathan da Costa Silva.

Governança corporativa e desempenho: análise comparativa de empresas comerciais por intermédio de indicadores econômico-financeiros e do nível de governança corporativa / Ivo Nathan da Costa Silva - Brasília, DF, 2014.

Orientadora: Prof^o. MSc. Afonso José Walker.

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia - Graduação) – Universidade de Brasília (UnB), 2º Semestre letivo de 2014.

Bibliografia.

1.Governança Corporativa. 2.Desempenho Econômico-Financeiro. 3.Novo Mercado I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. II. Título.

CDD –

Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo

Vice-reitora da Universidade de Brasília

Professora Doutora Sônia Nair Bão

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor Roberto de Goés Ellery Júnior

Coordenador de Pós-Graduação do curso Ciências Contábeis

Professor Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis

Professor Doutor José Antônio de França

Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva

Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Professor Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes

Aos meus pais que sempre me apoiaram e sonharam com essa minha conquista, e aos meus irmãos Arthur, Duda, Mariana e Patrícia por me inspirarem e me darem força.

AGRADECIMENTOS

À minha família pelo incentivo e por cada palavra de apoio.

À minha namorada Priscila pelo companheirismo e paciência.

Ao professor Afonso José Walker, orientador, pelo apoio, paciência, conselhos e disponibilidade durante a execução deste.

A todos os colegas de curso, sobretudo aos amigos Ellen, Renata, Gustavo e Alexandre pelo companheirismo durante o curso.

A todos os docentes que contribuíram para minha formação como grandes educadores ao longo da graduação.

RESUMO

Vários são os fatores que interferem nos resultados e na posição financeira de uma entidade empresarial. Segundo a teoria da agência, a governança corporativa surgiu com intuito de assegurar os interesses dos proprietários do capital, pois nem sempre esses proprietários são os gestores das empresas. Intuitivamente é possível supor que os investidores tendem a almejar a maximização de seu retorno, ou seja, o incremento do lucro de seu investimento. Nesse sentido, pode-se inferir que a governança corporativa deveria ser um dos fatores que possuem relação com o desempenho econômico-financeiro de uma empresa. Este trabalho busca relacionar estatisticamente, com uso do teste t, o desempenho de dois grupos de empresas comerciais dos setores de consumo cíclico e não cíclico. Esses grupos estão segregados conforme níveis de governança corporativa elaborados pela BM&FBovespa. Com os resultados, espera-se confirmar ou negar os preceitos teóricos de que as melhores práticas de governança corporativa deveriam proporcionar melhores resultados econômico-financeiros para as entidades. Para efetuar essas comparações foram calculados índices para quatro indicadores, sendo dois relacionados à rentabilidade, um com intuito de mensurar e comparar a posição de liquidez das empresas, e um último referente à participação de capital de terceiros, segundo os dados contábeis disponíveis no portal eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários, para o quadriênio 2010-2013. Em contraposição à teoria, em apenas 12,50% dos testes houve diferença estatisticamente significativa das médias dos dois grupos e as empresas não listadas no nível mais elevado de governança corporativa tiveram melhor desempenho.

Palavras-chave: Governança corporativa, desempenho econômico-financeiro, empresas comerciais.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	21
Quadro 2 – Aspectos revelados pelos indicadores.....	24
Tabela 1 – Distribuição das Empresas Nos Dois Grupos Amostrais.	30
Tabela 2 – Médias e Variâncias do ROA.	31
Tabela 3 – Médias e Variâncias do ROE.	31
Tabela 4 – Médias e Variâncias do ILG.....	32
Tabela 5 – Médias e Variâncias do IPCT.....	32
Tabela 6 – <i>P-values</i> calculados e a interpretação de H_0	35

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1 Contextualização	11
1.1.1 O mercado de capitais no Brasil;	11
1.1.2 A importância da governança corporativa	12
1.1.3 O setor do comércio	13
1.2 Formulação do problema	14
1.3 Objetivos.....	14
1.3.1 Objetivo geral	14
1.3.2 Objetivos específicos	14
1.4 Delineamento da pesquisa	14
1.4.1 Amostra.....	14
1.4.2 Hipóteses.....	15
1.5 Justificativa.....	15
1.5.1 Relevância.....	15
1.5.2 Contribuição à sociedade	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 Governança corporativa.....	16
2.1.1 Breve histórico e definições.....	16
2.1.2 A governança corporativa no Brasil	18
2.1.3 Os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa.....	19
2.1.4 Relação entre governança corporativa e desempenho	21
2.2 Indicadores econômico-financeiros de desempenho empresarial.	22
2.2.1 Utilização de indicadores na análise e comparação de empresas.	22
2.2.2 Indicadores selecionados	24
2.2.2.1 Estrutura de Capital.....	24
2.2.2.2 Liquidez.....	25
2.2.2.3 Rentabilidade.....	25
2.3 Procedimentos estatísticos.....	26
3. Metodologia e cálculo dos índices dos indicadores	28
3.1 Empresas analisadas	28
3.2 Informações contábeis e cálculos dos índices.	28
3.2.1 Retorno sobre os ativos (ROA).....	29
3.2.2 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).	30
3.2.3 Indicador de liquidez geral.....	31
3.2.4 Participação de capital de terceiros.....	32

4.1	P-value calculados e as rejeições de H_0	33
4.1.1	Resultados – 2010.....	33
4.1.2	Resultados – 2011.....	33
4.1.3	Resultados – 2012.....	33
4.1.4	Resultados – 2013.....	33
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	35
5.1	Conclusão.....	35
5.2	Limitações da pesquisa.....	35
5.3	Sugestões para as próximas pesquisas.....	36

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

1.1.1 O mercado de capitais no Brasil;

Segundo o “Portal do Investidor”, sítio mantido na internet pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), até a década de 60, a principal opção de investimento para os brasileiros era ativos reais (imóveis), evitavam-se aplicações em títulos públicos ou privados. Essa situação derivava de uma inflação crescente – sobretudo a partir do final da década de 1950 – e da chamada Lei da Usura que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros. Esses fatores influenciavam na limitação do desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

A partir de 1964, teve início um programa de importantes reformas na economia nacional, com destaque à reestruturação do mercado financeiro, com a edição de uma nova legislação acerca do tema. Dentre os avanços da legislação à época, pode-se destacar a Lei nº 4.595/64, lei da reforma bancária, que reestruturou o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728/65 que disciplinou o Mercado de Capitais e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

Em 1976, foram introduzidas duas novas normas, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que objetivava a modernização das regras que regulavam essas empresas, e a Lei nº 6.385/76 que, entre outras inovações, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizando as Bolsas de Valores e as companhias abertas em atuação no Brasil.

Com relação à importância do mercado de capitais, pode-se destacar que consiste em uma ferramenta essencial e relevante ao funcionamento das economias modernas, uma vez que permite aprimoramento da eficiência na troca de riquezas entre os agentes econômicos. (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

A BM&FBovespa (2000) declara que a existência do mercado de capitais permite o fluxo de recursos de quem poupa (agentes superavitários) para quem necessita de recursos para investimento produtivo (agentes deficitários) e propicia condições que incentivam a formação de poupanças e a direcionam para as melhores alternativas de aplicação.

Historicamente, é conhecida a existência de uma relação causal direta entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico (CASAGRANDE NETO et al., 2002). Segundo pesquisa conduzida por Carvalho (2002, p. 700), “Os resultados [...] apresentados constituem uma forte evidência de que existe uma relação entre

desenvolvimento financeiro e crescimento econômico”. O autor destaca ainda, que o desenvolvimento financeiro antecede o crescimento econômico.

Dessa forma, é evidente a importância que o mercado de capitais possui para as economias modernas, bem como é possível relacionar o desenvolvimento financeiro e, conseqüentemente, do mercado de capitais com o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

1.1.2 A importância da governança corporativa

O termo governança corporativa, advém da tradução do termo em inglês “corporate governance”, significando o sistema pelo qual os acionistas de uma empresa garantem seus interesses. (CHAGAS, 1993)

Para Martins et al. (2005), a governança corporativa, fortemente presente no meio empresarial atualmente, tem origem na profunda mudança desse meio e da necessidade dos gestores dessas entidades de adaptarem as práticas empresariais a um novo perfil de investidores.

De acordo com Ribeiro Neto (2002), os investidores institucionais, cuja força econômica gera influência significativa para empresas e para o mercado, tiveram crescimento significativo no período pós-guerra (2ª Guerra Mundial). Esses investidores buscam de forma perene a rentabilidade e segurança de seus investimentos, e essa busca propiciou uma série de mudanças na forma de gestão e transparência das empresas, impactando diretamente as práticas de governança corporativa futura.

A governança corporativa representa, no mercado de capitais atual, importante indicador de avaliação de uma entidade empresarial e apresenta caráter de interesse coletivo. De acordo com Carvalho (2002), apesar de um problema de governança ocorrer entre dois indivíduos particulares (privados), a necessidade da existência de um mercado intermediário para captação e fluxo de recursos (mercado de capitais), como a bolsa de valores, fornece interesse público à questão, sob a perspectiva da divulgação da informação, além da legitimidade dos “stakeholders”. Para Rosseti (2008 apud PENHA, 2013, p.1) os stakeholders são “as pessoas, grupos ou instituições com interesses legítimos em jogo nas empresas e que afetam ou são afetados pelas diretrizes de negócios e gestão, pelas ações praticadas e pelos resultados”.

Com relação à estrutura de governança corporativa e seus efeitos em empresas de capital aberto, Ferreira et al. (2013) declaram que em empresas de capital aberto, a estrutura de governança corporativa está relacionada à garantia dos direitos de propriedade e ao favorecimento de um ambiente propício ao investimento privado. Ainda de acordo com o

autor: “As empresas e os investidores precisam de um ambiente que os incentive a alocar recursos de maneira mais eficiente.” (FERREIRA, 2013, p. 136).

1.1.3 O setor do comércio

O comércio tem influência significativa para o atual mundo globalizado. No caso do Brasil, o comércio apresenta-se como fator fundamental da economia nacional e tem impacto significativo no Produto Interno Bruto (PIB) do país. Segundo Mapa Estratégico do Comércio 2014-2020 publicado pela FECOMÉRCIO-RJ (2013, p. 5) em parceria com a Fundação Getúlio Vargas (FGV) “o comércio é o setor da economia brasileira que, sozinho, mais gera emprego e renda, e, conseqüentemente, mais contribui para a melhoria do padrão de vida dos brasileiros.”.

O cenário econômico vivido pelo Brasil também influencia para a importância do setor de comércio, sobretudo no que tange o mercado consumidor interno. Ainda segundo a publicação da FECOMÉRCIO-RJ (2013), a recente ascensão socioeconômica e o incremento no quantitativo da população brasileira que forma a robusta Classe C, acarretaram novos desafios para o setor. Com relação ao impacto na economia, o Valor Adicionado Bruto (VAB) do setor comercial teve acréscimo médio de 4,5% ao ano nos últimos dez anos, significativamente acima do PIB total do país, cuja taxa de crescimento médio anual foi 3,6%, no mesmo período.

No Brasil, o mercado de consumo interno é visto pelo governo como estratégico para o desenvolvimento econômico. No Plano Plurianual (PPA) 2012-2015, divulgado pelo Ministério de Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), a crise econômica de 2008 é explicitamente citada e o mercado interno brasileiro é destacado como ponto fundamental para atenuação da crise no país. Segundo o PPA (2011, p. 21):

“[...] o país possui um mercado interno dinâmico que pode fazer frente à retração dos mercados externos. Dessa forma, numa eventual deterioração das condições da economia mundial, o Brasil possui uma margem de adaptação e possibilidade de tomar medidas para estimular a atividade produtiva e a geração de empregos.”

Nesse sentido, o próprio governo federal assume como um dos desafios para o período a dinamização do mercado interno, ou seja, o governo, na tentativa de amenizar efeitos advindos da variabilidade do mercado externo, tenta incrementar o mercado de consumo interno, o que influencia diretamente as atividades comerciais no país, para fornecer maior robustez à economia nacional, corroborando com o entendimento de que o setor do comércio tem papel fundamental na economia brasileira.

1.2 Formulação do problema

Tendo como premissa básica a ideia de que o objetivo de uma entidade empresarial é a obtenção de lucro por intermédio da execução de uma atividade, e que a governança corporativa, como conjunto de mecanismos que visam, entre outros objetivos, o de assegurar os interesses dos sócios, é possível correlacionar, ao menos teoricamente, que a governança corporativa deveria favorecer melhor desempenho econômico-financeiro à empresa e, conseqüentemente, maior retorno aos sócios (shareholders).

A presente pesquisa tem como situação problema: As empresas comerciais, classificadas no setor de consumo cíclico e não-cíclico pela BM&FBovespa, elencadas no nível mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado), conforme critérios de classificação da BM&FBovespa, apresentaram melhores indicadores econômico-financeiros de desempenho que as demais empresas desse setor durante o período de 2010 a 2013?

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral do presente trabalho é verificar, por meio de teste estatístico, se há relação entre os indicadores econômico-financeiros de desempenho empresarial das empresas do setor de consumo cíclico e não-cíclico classificadas no segmento Novo Mercado e as desse setor classificadas em outros segmentos, durante o período de 2010 a 2013.

1.3.2 Objetivos específicos

- 1 Segregar as empresas da amostra em dois grupos: empresas classificadas no segmento Novo Mercado e empresas não classificadas nesse segmento.
- 2 Verificar se há relação estatística entre os dois grupos usando a estatística t.
- 3 Mensurar índices de indicadores econômico-financeiros de desempenho das empresas dos dois grupos.

1.4 Delineamento da pesquisa

1.4.1 Amostra

As empresas que compõem a amostra foram selecionadas a partir da classificação setorial disponibilizada pela BM&FBovespa em seu sítio na internet. Foram escolhidas as empresas dos setores “consumo cíclico” e “consumo não-cíclico”, subsetor “comércio” dada sua importância para a atual conjectura econômica brasileira, conforme abordado no subitem 1.1.3, bem como pela quantidade semelhante de empresas nos dois grupos amostrais (com classificação no segmento Novo Mercado e sem classificação nesse segmento).

A amostra para este trabalho é formada por dezesseis empresas, dentre as quais, nove possuem negociação na BM&FBovespa no segmento de governança corporativa denominado

“Novo Mercado”, enquanto as demais sete empresas não estão classificadas nesse segmento. As empresas pesquisadas desenvolvem suas atividades nos ramos de alimentação, medicamentos, vestuários, calçados, eletrodomésticos e produtos diversos.

1.4.2 Hipóteses

O conjunto de hipóteses da pesquisa é formado por:

- H_0 (hipótese nula) $\mu_1 = \mu_2$: as médias dos índices dos indicadores econômico-financeiros dos dois grupos são iguais, portanto existe relação estatisticamente significativa entre empresas do segmento Novo Mercado e as empresas não classificadas nesse segmento.
- H_1 (hipótese alternativa) $\mu_1 \neq \mu_2$: as médias dos índices dos indicadores econômico-financeiros dos dois grupos não são iguais, portanto, não existe relação estatisticamente significativa entre empresas do segmento novo mercado e as empresas não classificadas nesse segmento.

1.5 Justificativa

1.5.1 Relevância

A presente pesquisa se justifica pela relevância da governança corporativa no ambiente corporativo moderno com influência no mercado de capitais e desenvolvimento financeiro empresarial. Pode-se evidenciar, ainda, a importância de um melhor entendimento da relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro.

1.5.2 Contribuição à sociedade

Além da relevância do tema, outro ponto a destacar é a existência de diversas pesquisas nessa mesma área com controversos resultados. Por isso, o presente trabalho tem a oportunidade de contribuir com o meio acadêmico, corroborando ou contrariando os preceitos teóricos defendidos por pesquisadores de que quanto maior o nível de governança corporativa melhor seriam os desempenhos dos indicadores econômico-financeiros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança corporativa

2.1.1 Breve histórico e definições

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) contextualiza o surgimento da governança corporativa com a integração das economias modernas aos dinamismos do comércio internacional, bem como, a expansão das transações financeiras em escala global no século 20. Nesse contexto, as empresas passaram por significativas transformações no que diz respeito à reestruturação do controle empresarial, dado o acentuado crescimento, ocasionando a separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O IBGC destaca que a origem das discussões acerca da governança corporativa remete a conflitos relacionados à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos sócios, gestores e o melhor interesse da empresa.

Ainda de acordo com o IBGC, o objetivo da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de práticas e mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, com intuito de assegurar que o comportamento dos administradores (responsáveis pela gestão da companhia) esteja sempre alinhado com o melhor interesse da empresa.

Segundo Carvalho (2002), a governança corporativa, também chamada de governança empresarial, é representada pelos mecanismos ou princípios que regem o processo de tomada de decisão no ambiente de uma empresa. Em outras palavras, a governança corporativa “é um conjunto de regras que visa dirimir os problemas de agência.” (CARVALHO, 2002, p. 19).

Em sua tese, Oliveira Neto (2010) destaca que as relações de agência foram materializadas e ganharam notoriedade pela pesquisa de Jensen e Meckilig (1976), sendo que essas relações podem ser caracterizadas como acordos onde uma ou mais pessoas, detentora(s) do capital (acionistas), definidas como o principal, atribuem a terceiros (agentes) a gestão da entidade, isto é, delegam a terceiros o poder para tomar decisões. Os problemas de agência decorrem do conflito dos interesses entre o principal e o agente.

A governança corporativa, no entendimento de Slomski et al. (2008, p. 5), pode ser definida como “um sistema de decisões e práticas de gestão voltadas para a determinação e controle do desempenho e da direção estratégica das corporações”, com base nessa definição os autores destacam ainda que a governança corporativa tem aspectos próprios como o gerenciamento de interesses e a redução da volatilidade dos resultados.

Já para Andrade e Rosseti (2004, p. 25), a governança corporativa possui uma definição mais abrangente sendo “[...] um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas”.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2001, apud ANDRADE; ROSSETTI, 2004, p. 24) definem a governança corporativa com viés voltado à maximização de desempenho e do resultado da empresa:

“Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Nesse sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados.”.

Tavares Filho (2006, p. 46) também faz uso de uma definição mais voltada aos resultados e ao desempenho da empresa, como sendo “os mecanismos através dos quais gestores e acionistas asseguram um bom desempenho da corporação, garantindo retornos para os shareholders e stakeholders cada vez mais significativos”.

Por sua vez, Shleifer e Vishny (1997, apud PENHA, 2013) destacam que a governança corporativa está intimamente relacionada às formas que os financiadores da empresa (acionistas ou não) possuem para garantir o retorno de seus investimentos.

Martins et al. (2005) acrescentam que o estudo da governança corporativa possui essencialmente uma série de bons princípios como direcionadores, sobretudo aqueles relativos à: transparência; equidade; prestação de contas; cumprimento das leis e ética na condução dos negócios empresariais.

A importância dos princípios como direcionadores do ambiente e das práticas relativas à governança corporativa é ressaltada na publicação da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em 1999. Os princípios publicados pela OCDE englobam, de forma resumida:

- Os direitos dos acionistas: a estrutura de governança corporativa deve proteger os interesses dos acionistas, com transparência e possibilidade de atuação ativa;
- Tratamento equânime dos acionistas: a estrutura de governança adotada deve garantir que todos os acionistas de uma mesma classe tenham tratamento igualitário, inclusive os minoritários e estrangeiros;
- O papel das partes interessadas (stakeholders) na governança corporativa: a estrutura adotada deve assegurar os direitos das partes interessadas e a interação entre essas e a empresa de forma justa e eficaz;
- Divulgação e transparência: a governança corporativa deve assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes à empresa. Essas informações devem ser auditadas e disponibilizadas de forma tempestiva e prática;

- A responsabilidade do conselho de administração: dita parâmetros para a atuação dos gestores de uma empresa, que deve agir com boa-fé, assegurando o direito da empresa e dos acionistas, bem como, atuar de modo embasado, com informações precisas e fundamentadas.

Essa publicação sugeriu as diretrizes gerais para governança corporativa, tornando-se um referencial importante para a execução dessas práticas. Para Alves (2011, p. 12):

“Os organismos internacionais, como as Nações Unidas e a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), consideram as boas práticas de governança corporativa importantes instrumentos para o desenvolvimento econômico, social e ambiental das nações.”

Segundo Penha (2013, p. 1), “com o desenvolvimento do mercado de capitais em países emergentes, como o Brasil, ferramentas que possibilitem maior acesso à informação são indispensáveis, informação esta que tem que ser transparente a todos os stakeholders”. Dessa forma, pode-se afirmar que a governança corporativa, no que tange à divulgação e redução da assimetria, tem funcionalidade direta não apenas para os acionistas, mas para todos os legitimamente interessados.

Para Rosseti e Andrade (2004), apesar da importância do tema na gestão empresarial e na promoção do crescimento econômico, a expressão “governança corporativa” não está amplamente difundida e internalizada no mundo corporativo por três motivos: por ser recente, uma vez que foi empregada pela primeira vez em 1991 e somente em 1995 foi publicado um livro com esse título (*Corporate governance*, de R. Monks e N. Minow); por sua abrangência, dado a multilateralidade de vertentes com a qual pode ser abordada; e pela diversidade de modelos para a prática da governança corporativa.

2.1.2 A governança corporativa no Brasil

No Brasil, a busca por boas práticas foi dinamizada a partir das privatizações e a da abertura do mercado nacional na década de 1990. Em 1995, ocorreu a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que a partir de 1999 passou a ser intitulado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). É a entidade representativa do tema no país e almeja influenciar os principais agentes da nossa sociedade na adoção de práticas transparentes, responsáveis e igualitárias na administração das organizações. Ainda em 1999, o IBGC lançou seu primeiro código das melhores práticas de governança corporativa.

O IBGC aborda que além dos fatos expostos pode-se destacar, no contexto brasileiro, a influência internacional com discussões fortalecidas pelas iniciativas da OCDE, conforme já abordado.

De acordo com o IBGC, diferentemente do que ocorre nos EUA e na Inglaterra, onde a propriedade das companhias é mais pulverizada, no Brasil a propriedade concentrada é predominante, com isso, os conflitos de interesse se intensificam à medida que a empresa se desenvolve e novos sócios, sejam investidores ou herdeiros, passam a deter parte da sociedade. Nesse cenário, a governança no Brasil tem relevância na busca do equacionamento dessas questões em benefício da empresa.

Para Carvalho (2002, p. 25) “O estado da governança corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário, que data do início dos anos 1970. Até então o mercado acionário era bastante desregulado.”

Tavares Filho (2006) relata que as principais fontes de informação sobre a governança corporativa no Brasil são: o código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC e a cartilha de governança corporativa da CVM, ambas redigidas com base nos principais códigos internacionais e servem como diretrizes básicas na adoção e adequação dessas práticas no país.

2.1.3 Os níveis de governança corporativa da BM&FBovespa

Ainda segundo Penha (2013), as discussões sobre as melhores práticas de governança corporativa não são restritas aos mercados desenvolvidos, tendo relevância em mercados emergentes como o brasileiro. Para o autor, os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa foram criados com o intuito de melhorar as práticas de governança no mercado brasileiro. De acordo com a BM&FBovespa (2013, apud PENHA, 2013, p. 1):

“Os segmentos especiais de listagem – Bovespa Mais, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - foram criados há mais de 10 anos, no momento em que se percebe que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.”

Segundo revela Carvalho (2002), desde o final dos anos 1990, a governança corporativa ganhou notoriedade no mercado brasileiro, tornando-se uma importante preocupação para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. Tal afirmação pode ser corroborada com iniciativas como o projeto de reformulação da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/76) e a criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa. Além do exposto, Carvalho destaca que melhoras nos padrões de governança corporativa são difíceis de ser implementadas quando ocorrem mudanças na legislação em qualquer país, isso ocorre pela

força política dos grupos de oposição às mudanças, isto é, uma maior proteção ao acionista minoritário encontra resistência por parte dos grupos que detém o controle das empresas.

Segundo Vieira e Mendes (2004), a partir de 2001, mudanças na Lei das S.A., são introduzidas com a Lei 10.303. O principal objetivo dessa Lei é favorecer a transparência e aumentar a dispersão acionária do mercado de capitais, estando intimamente vinculada às novas práticas de governança corporativa no Brasil e no mundo.

As exigências da BM&FBovespa, para classificar as empresas em diferentes segmentos com base nas práticas de governança corporativa, estão sintetizadas com base no Quadro 1:

Quadro 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"			Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos			Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia			Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento			Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento

Fonte: sítio da BM&FBovespa² (com adaptações)

Ainda de acordo com Tavares Filho (2006), um importante avanço para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil, dadas as dificuldades de reformas normativas, foi a criação de mecanismos de adesão voluntária das companhias por intermédio de contratos privados entre as empresas e a BM&FBovespa. Esses acordos contemplam compromissos extras, relacionados às práticas de governança, e em compensação suas ações são listadas em segmentos especiais na bolsa de valores. Vale ressaltar que esse modelo também foi adotado no *Nuevo Mercado* da Bolsa de Madri e no *Neuer Markt* Alemão.

2.1.4 Relação entre governança corporativa e desempenho

Algumas pesquisas sugerem que há relação entre a governança corporativa e o desempenho empresarial, como a de Melo et. al. (2013) na qual é estatisticamente verificado que a governança corporativa influencia significativamente o retorno sobre o ativo, *return on assets* (ROA) em inglês, e o retorno sobre o investimento dos acionistas, com destaque para a significância do *return on equity* (ROE). Melo et. al. (2013, p. 89) relatam ainda que:

“Conclui-se que a governança constitui-se em fator explicativo relevante do desempenho empresarial das empresas brasileiras de capital aberto não só quando se pretende avaliar o retorno proporcionado aos acionistas, mas também quando se considera o efeito proporcionado nos ativos das empresas.”

Black, Jang e Kan (2002, apud Martins et al. 2005) apresentam esse mesmo entendimento quando declaram que companhias coreanas, com forte governança corporativa, possuem melhor performance operacional do que companhias com fraca governança corporativa, sobretudo com relação ao valor da empresa avaliado pelo Q de Tobin. Martins esclarece ainda que as melhores práticas de governança corporativa utilizadas pelos autores incluem a estrutura e responsabilidades do corpo diretivo, a composição acionária e seus direitos e a transparência nas informações (redução de assimetria).

Nesse sentido, Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007, apud FERREIRA 2013) indicam que a melhoria nas práticas de governança corporativa promove impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa. Para Carvalho (2003, apud FERREIRA 2013), além do quesito desempenho, o comprometimento com melhores práticas por intermédio da mudança de empresas para o segmento Novo Mercado tem relação direta com a valoração das ações e com aumento de sua liquidez.

Claessens, Djankov e Lang (2000, apud ROSSETI e ANDRADE 2004, p. 22) afirmam: “Há evidências de que as melhores práticas de governança corporativa implicam maior acesso das corporações às instituições financiadoras de seu desenvolvimento, menores custos do capital, melhor desempenho das empresas [...]”.

Tavares Filho (2006, p. 74) declara que “uma boa governança corporativa representa uma ferramenta poderosa capaz de alavancar, satisfatoriamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas [...]”. Essa afirmação também é corroborada na conclusão de seu trabalho onde o autor afirma que foi verificada alteração estatisticamente significativa na rentabilidade média, medida pelo ROA e ROE. Todavia, Tavares Filho ressalva que na

análise individualizada das companhias, apenas 27,27% apresentaram mudança significativa para o ROA e 31,82% para o ROE.

Por outro lado, FERREIRA (2013, p. 137) questiona essa relação positiva da melhoria das práticas de governança corporativa com base em outras pesquisas - Silva e Leal (2005), Silveira (2004), Demsetz e Villalonga (2001), Bhagat e Bolton (2008), Firth, Fung e Rui (2006) e Silveira et al. (2004), nas quais, segundo Ferreira, “não foi encontrada relação positiva entre os mecanismos de governança sobre o desempenho ou os resultados não foram estatisticamente significativos”. Dessa forma, pode-se afirmar que não há ainda resultados conclusivos que possam pacificar a discussão acerca das benesses da governança corporativa para o desempenho empresarial.

Para ALVES (2010), apesar da relevância acerca da governança corporativa em pesquisas atuais, a possível relação entre as boas práticas e o valor das empresas ou seu desempenho não é bem compreendida nem evidenciada. Ainda segundo o autor, intuitivamente, o normal é esperar que a evolução dos mecanismos de governança resultasse em efeito benéfico sobre os resultados da entidade. Entretanto, publicações que almejam evidenciar esse entendimento muitas vezes não apresentam dados significativos estatisticamente, ou ainda, apresentam dados no sentido oposto, dificultando conclusões acerca do tema.

Tavares Filho (2006) cita estudos que conseguiram comprovar que boas práticas de governança corporativa possuem reflexos positivos no desempenho e valor da empresa. Entretanto, ressalta que pelo tema ser relativamente novo no mercado brasileiro, alguns outros estudos apresentam divergências sobre esses resultados, o que dificulta conclusões acerca da relação.

2.2 Indicadores econômico-financeiros de desempenho empresarial.

2.2.1 Utilização de indicadores na análise e comparação de empresas.

Para Matarazzo (2008), os indicadores constituem a técnica de análise empresarial mais utilizada, e sua característica primordial é fornecer uma visão amplificada da situação econômica e financeira da(s) empresa(s) analisada(s). Para utilização de um indicador é necessário calcular um índice (ou coeficiente). Ainda segundo o autor, “índice” é a relação entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma entidade empresarial.

Segundo Silva (2010), a análise de empresas por intermédio dos indicadores financeiros é certamente a mais utilizada. O autor define os índices como relação entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que têm por objetivo subsidiar o analista com

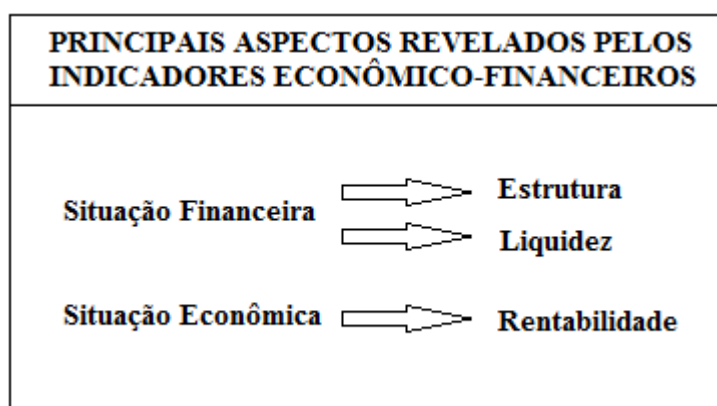
informações que não são facilmente percebidas de forma direta com as demonstrações financeiras.

Ainda acerca da importância dos indicadores de análise econômico-financeira, pode-se afirmar que constituem “uma das ferramentas mais importantes de que o analista dispõe para seu trabalho.” (CEPEFIN, 2009, p. 187). Além disso, ainda segundo o Centro de Pesquisas em Finanças do Instituto de Ensino e Pesquisa em Administração (CEPEFIN-INEPAD), é possível verificar que os índices calculados para cada indicador estabelecem uma base confiável de comparação de desempenho financeiro empresarial entre entidades diferentes.

A utilização de indicadores para análise e comparação de empresas é bastante útil, uma vez que permite que entidades de diferentes portes possam ser comparadas, já que os índices dos indicadores são relativizados com o método de cálculo (por quociente), algo inviável se os valores utilizados fossem absolutos. Iudícibus (2010, *apud* PENHA, 2013) destaca que a técnica de análise financeira pela utilização de quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da contabilidade.

Como frisa Penha (2013), as denominações dos grupos de indicadores e dos próprios indicadores são múltiplas entre os autores, apesar de muitas vezes as formas de cálculo serem semelhantes. Matarazzo (2008) segrega em dois grupos e três subgrupos os principais aspectos revelados pelos indicadores econômico-financeiros, conforme Quadro 2:

Quadro 2 – Aspectos Revelados pelos Indicadores.



Fonte: MATARAZZO, D. C. *Análise Financeira de Balanços*. (com adaptações)

Com base nessa classificação, serão selecionados quatro indicadores para execução da análise e comparação das empresas, sendo que os subgrupos estrutura e liquidez serão representados por um indicador cada, e o subgrupo rentabilidade estará representado por dois indicadores. A maior relevância dada à rentabilidade justifica-se pela relação direta que possui com o desempenho empresarial, que é um item importante no presente trabalho.

Com relação à quantidade de indicadores escolhidos para uma análise, Matarazzo (2008, p. 148) esclarece que o importante não é o número de indicadores, mas a seleção correta de um conjunto que atenda à profundidade desejada da análise a ser feita. Nesse sentido, destaca que há um rendimento decrescente nesse tipo de análise, uma vez que o incremento no número de indicadores utilizados não necessariamente contribui para o aumento na quantidade de informações. Silva (2010, p. 226) salienta que “uma grande quantidade de indicadores pode chegar a confundir o usuário, especialmente o iniciante”. Dessa forma, pode-se defender que a escolha dos indicadores deve ser feita de maneira criteriosa e objetiva.

2.2.2 Indicadores selecionados

Para os objetivos propostos foram selecionados os seguintes indicadores: retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido, liquidez geral e participação do capital de terceiros.

2.2.2.1 Estrutura de Capital

No que tange ao aspecto da estrutura de capital, o indicador selecionado é relacionado ao endividamento empresarial. De acordo com Silva (2010, p. 263) “a estrutura de capitais de uma empresa envolve a composição de suas fontes de financiamento”. Ainda segundo esse autor, há três principais fontes de financiamento empresarial: fundos provenientes dos acionistas; lucros das operações e dívida com terceiros.

O endividamento será avaliado por intermédio do indicador “participação do capital de terceiros” (IPCT). Segundo Matarazzo (2008), esse indicador relaciona o capital próprio ao capital de terceiros, que são as duas principais fontes de financiamento de uma empresa, sendo relevante indicador de risco ou de dependência a terceiros por parte da empresa. Silva (2010, p. 269) declara que o índice desse indicador sinaliza o percentual de capital de terceiros em relação ao capital de terceiros e o capital próprio, retratando a dependência da empresa em relação aos recursos externos. Matarazzo (2008) destaca ainda que se deve interpretar o indicador do ponto de vista financeiro, onde quanto maior a relação, menor a liberdade de decisão e maior o risco de insolvência. Para definição do capital de terceiros, é utilizado o valor tanto de curto prazo (circulante), como de longo prazo (não circulante).

O índice desse indicador será calculado conforme equação 1:

$$IPCT = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Capital Próprio} + \text{Capital de Terceiros}} \quad (1)$$

2.2.2.2 *Liquidez*

Outros importantes indicadores são aqueles relacionados à capacidade de pagamento das empresas, chamados de “indicadores de liquidez”. Para Silva (2010) os indicadores de liquidez visam fornecer um panorama da capacidade da empresa de honrar suas obrigações contraídas com terceiros (dívidas), a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades. De acordo com Marion (2009, p. 73) os indicadores de liquidez “são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento das empresas, isto é, constituem uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus compromissos”. Já Matarazzo (2008), frisa que os indicadores relacionados à liquidez mostram a base da situação financeira da entidade.

Para os fins desejados na presente pesquisa, será utilizado o indicador de liquidez geral (ILG), que segundo Marion (2009) demonstra a capacidade de pagamento da empresa no longo prazo, uma vez que relaciona tudo que será convertido em dinheiro (tanto no longo como no curto prazo), com todas as dívidas já reconhecidas no passivo circulante e não circulante (exigível em longo prazo). Silva (2010, p. 285) destaca ainda que:

“o indicador de liquidez geral é um indicador que subentende que, se a empresa fosse parar suas atividades naquele momento, deveria pagar suas dívidas com seu dinheiro (disponibilidades) mais seus realizáveis, sem precisar envolver o ativo permanente.”

Nesse sentido, dadas as características e o conceito do indicador será utilizada a interpretação, corroborada pelos autores supracitados, de que “quanto maior, melhor”, isto é, quanto maior o indicador de liquidez, melhor a situação da empresa.

O índice desse indicador possui a metodologia de cálculo descrita na equação 2:

$$ILG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a longo prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}} \quad (2)$$

2.2.2.3 *Rentabilidade*

Os indicadores de rentabilidade, por sua vez, evidenciam aspectos econômicos da situação empresarial para a análise e comparação de desempenho. Matarazzo (2008) explica que os indicadores de rentabilidade visam fornecer evidências acerca da rentabilidade dos recursos investidos, isto é, demonstram o grau de êxito econômico da entidade.

Marion (2009, p. 129) destaca que “expressar a rentabilidade em termos absolutos tem utilidade informativa bastante reduzida”. Essa afirmação baseia-se no fato de que a divulgação de valores não evidencia o quão a empresa é eficiente na geração de resultados, ou seja, a divulgação de um lucro de cinco bilhões, por exemplo, pode não ser bom para uma

entidade, pois pode significar um retorno abaixo da média do setor de atuação. Além de contribuir para melhor qualidade da afirmação, a apuração de um índice para o indicador de rentabilidade permite a comparação de empresas de portes diferentes.

Para evidenciar e permitir a comparação entre os grupos analisados serão utilizados os seguintes indicadores de rentabilidade: o retorno sobre o ativo, e o retorno sobre o patrimônio líquido.

De acordo com Matarazzo (2008), o indicador ROA mostra o quanto a empresa analisada obteve de lucro líquido em relação ao ativo total, sendo uma medida do potencial de geração de lucro líquido, constituindo-se também de uma medida de desempenho comparativo da entidade. O CEPEFIN (2009, p. 213) discorre ainda que a rentabilidade do ativo mede a geração excedente de receita a todas as rubricas de custos e despesas. Dessa forma, com base no preceito básico de que a entidade empresarial sempre visa o incremento na sua geração de resultados, o indicador será interpretado “quanto maior, melhor”.

Com relação ao ROE, que representa o retorno sobre o patrimônio líquido, o CEPEFIN (2009, p. 213-214) relata que o índice relativo ao referido indicador “expressa a geração de resultado líquido final da empresa em função do capital próprio dos sócios nela investido”. Segundo Matarazzo (2008) o objetivo do cálculo do retorno sobre o patrimônio líquido é mostrar a que taxa o capital próprio está rendendo na entidade. Silva (2010) corrobora esse entendimento afirmando que o indicador ROE indica qual o “prêmio” que os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação aos seus investimentos na entidade. A interpretação desse indicador é equivalente à do ROA no entendimento de que “quanto maior, melhor”, haja vista a ideia de que o acionistas ou proprietário almeja sempre maximizar seus ganhos em relação ao aporte financeiro feito.

Os índices do ROA e do ROE serão calculados pelas equações 3 e 4, respectivamente:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (3)$$

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (4)$$

2.3 Procedimentos estatísticos

Para verificar se as médias dos dois grupos são iguais, será utilizado o teste estatístico t. O teste t para dados não pareados, isto é, para amostras independentes é uma ferramenta utilizada para verificar se há divergências significativas entre as médias dos dois grupos.

Em suma, a variância combinada é uma variância média obtida pela ponderação pelos graus de liberdade.

A variância combinada e o teste t são apurados, respectivamente, conforme as equações 5 e 6:

$$S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2} \quad (5) \quad t = \frac{\mu_1 - \mu_2}{\sqrt{S_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}} \quad (6)$$

Onde n_1 e n_2 são os números de empresas em cada amostra; S^1 , S^2 e S_p^2 são, respectivamente, a variância da amostra um, a variância da amostra dois e a variância combinada. Para as amostras, a variância, que segundo Falco (2008) é uma medida de dispersão e um indicador de variabilidade bastante estável, foi calculada conforme equação 7:

$$S^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1} \quad (7)$$

O valor obtido em t é comparado ao t crítico para se avaliar a rejeição ou não da hipótese nula. O t crítico é um valor estabelecido que limita as áreas de “rejeição” e “não rejeição”, de acordo com o α selecionado, que nesta pesquisa será de 5%, os graus de liberdade para cada período de cálculo do teste t serão de $(n_1 - 1) + (n_2 - 1)$. Como a quantidade de empresas total não teve alteração, o número de graus de liberdade será igual a catorze, conforme distribuição presente na Tabela 1.

No presente trabalho o teste t será a ferramenta estatística utilizada para se comparar se as diferenças entre as médias dos dois grupos amostrais apresenta significância estatística.

A interpretação do teste t será feita com base no valor p (ou p-value). A interpretação do valor-p, de acordo com Levine et al. (2000, p. 338), “o valor-p é a probabilidade de se obter uma estatística de teste igual ou mais extrema que o resultado obtido a partir dos dados da amostra, dado que a hipótese nula H_0 seja realmente verdadeira.”

Para Levine et. al. (2000, p. 338), as regras para rejeitar H_0 na abordagem do valor-p são: “Se o valor p for maior ou igual a α , a hipótese nula não é rejeitada; se o valor p for menor que α , a hipótese nula é rejeitada”.

Como a área de rejeição pode se concentrar nas áreas de duas caudas da distribuição, será utilizado o teste bicaudal para apurar o valor-p, de modo que a área de rejeição fique dividida entre as duas caudas. Dessa forma, a área de não rejeição de H_0 estará compreendida entre t crítico e $-t$ crítico.

3. Metodologia e cálculo dos índices dos indicadores

3.1 Empresas analisadas

As empresas selecionadas são classificadas, pela BM&FBovespa como empresas de atuação no subsetor “comércio” ou “comércio e distribuição” dos setores econômicos “consumo cíclico” e “consumo não cíclico”. Ao todo, vinte empresas estão situadas nesses subsetores, de acordo com a bolsa de valores:

Agreco Limited; Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar); Walmart Stores Inc.; Dufry A.G.; Brasil Pharma S. A.; Dimed S.A. Distribuidora de Medicamentos; Profarma Distrib. de Prod. Farmacêuticos S. A.; Raiadrogasil S. A.; Arezzo Co.; Grazziotin S. A.; Guararapes Confecções S. A.; Restoque Comércio e Confecções de Roupas S. A.; Lojas Hering S. A.; Marisa Lojas S. A.; Lojas Renner S. A.; Lojas Americanas S. A.; Magazine Luiza S. A.; Via Varejo S. A.; Amazon.com Inc.; B2W – Companhia Digital;

Contudo, as empresas Agreco Limited, Dufry A. G., Amazon.com e Walmart Stores fazem parte do Mercado Internacional da BM&FBovespa, ou seja, não há a venda de ações no Brasil, mas de papéis cujo lastro são ações das empresas em outros mercados. Dessa forma, essas quatro empresas foram excluídas do grupo amostral, pois não possuem qualquer classificação relativa ao nível de governança corporativa na bolsa brasileira, apesar de possuírem práticas nesse sentido nos países de origem.

A Tabela 1 mostra a distribuição das empresas nos dois grupos amostrais durante o quadriênio analisado.

Tabela 1 – Distribuição das Empresas Nos Dois Grupos Amostrais.

Nível de Governança	Ano			
	2010	2011	2012	2013
Novo Mercado	6	9	9	9
Demais	10	7	7	7
Total	16	16	16	16

Fonte: Elaboração própria com dados obtidos no sítio da BM&FBovespa.

3.2 Informações contábeis e cálculos dos índices.

As informações necessárias para cálculo dos índices dos indicadores utilizados nesta pesquisa foram consultadas no sítio eletrônico da CVM, na área destinada à divulgação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP). Conforme instrução normativa nº 480 de 07 de Dezembro de 2009, as empresas registradas na CVM devem enviar periodicamente à essa

Comissão, por meio eletrônico, as DFP, a serem disponibilizadas na rede mundial de computadores.

A utilização das DFP's facilita a apuração dos índices dos indicadores e fornece maior confiabilidade aos mesmos, pois todas as empresas utilizam um padrão de modo que os grupos e subgrupos de contas contábeis fiquem organizados de maneira igualitária em todas as entidades. Essa padronização facilita a interpretação e o entendimento das informações financeiras da amostra.

3.2.1 Retorno sobre os ativos (ROA).

O ROA foi calculado de acordo com a equação 3. Os retornos médios e as variâncias calculadas para os dois grupos foram os seguintes:

Tabela 2 – Médias e Variâncias do ROA.

RETORNO SOBRE OS ATIVOS (ROA)				
EMPRESAS - NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	7,93720%	5,60995%	4,61603%	2,77179%
Variância	0,36406%	0,48630%	0,46281%	0,53024%
EMPRESAS - NÃO PERTENCENTES AO NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	5,11271%	7,70564%	7,61586%	11,19912%
Variância	1,37858%	0,17663%	0,08601%	0,54794%
Teste t	0,54257	-0,69935	-1,08440	-2,18031
“t” crítico	2,14479			

Fonte: Elaboração própria

Para o ano de 2010 foi verificado que as empresas que aderiram ao Novo Mercado tiveram superioridade nas médias do ROA, entretanto, apesar da melhor posição do grupo listado no Novo Mercado, as médias calculadas foram bastante próximas.

No ano de 2011, as empresas não listadas no Novo Mercado inverteram o cenário e apresentaram melhor posição. Contudo, essa superioridade não foi expressiva o suficiente para que o teste t calculado fosse maior que o t crítico.

Em 2012, por sua vez, a média das empresas listadas no segmento mais elevado teve redução de um ponto percentual, enquanto as empresas do outro grupo mantiveram a média praticamente estável, o que lhes garantiu novamente a superioridade nesse indicador com uma vantagem pouco superior à registrada no ano anterior.

Já em 2013 ocorreu a divergência mais expressiva entre as médias. As empresas não classificadas no Novo Mercado confirmaram a liderança do comparativo para média pelo terceiro período consecutivo com ampla vantagem, 11,19912% ante os 2,77179% apurados para o outro conjunto de empresas. Essa discrepância resultou num teste t superior ao t crítico.

3.2.2 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE).

Já o ROE foi calculado conforme equação 4. Os retornos médios e a variâncias para esse indicador entre 2010 e 2013 foram as seguintes:

Tabela 3 – Médias e Variâncias do ROE.

RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ROE)				
EMPRESAS - NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	18,23194%	10,54579%	7,63359%	4,22433%
Variância	0,95904%	1,65704%	2,01478%	2,58434%
EMPRESAS - NÃO PERTENCENTES AO NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	26,03204%	33,87188%	22,72217%	29,43908%
Variância	25,15582%	20,63809%	2,37054%	5,48445%
teste t	-0,37170	-1,47918	-2,03378	-2,55754
t crítico	2,14479			

Fonte: Elaboração própria.

No ano 2010, as empresas do grupo Novo Mercado tiveram desempenhos inferiores aos das empresas do grupo não classificado no Novo Mercado para o indicador ROE. Apesar da diferença de sete pontos percentuais entre as médias dos dois grupos, o valor do teste t ficou entre os valores extremos de t crítico. Vale ressaltar que mais uma vez, as médias calculadas contradizem os preceitos teóricos. Contudo, é válido frisar a diferença entre as variâncias, que demonstra uma uniformidade muito maior no grupo do Novo Mercado.

Em 2011 intensificou-se o cenário de superioridade das empresas não integrantes do segmento de nível de governança corporativa mais elevado, a vantagem apurada nesse período foi de 23 pontos percentuais. Apesar da diferença expressiva em números absolutos, a alta variância encontrada no segundo grupo fez com que o teste t fosse menor que o t crítico.

Em 2012, ambos os grupos apresentaram redução nas médias. As empresas presentes no Novo Mercado obtiveram média inferior pelo terceiro ano seguido. A estatística t se aproximou do valor do t crítico, ficando em -2,03378.

Tal como apurado nos três anos anteriores, em 2013 a média para as empresas não listadas no segmento Novo Mercado foi novamente superior à do outro grupo. Além da permanência do cenário, a superioridade não se ateve apenas aos números absolutos, o teste t também confirmou a diferença estatisticamente significativa nesse ano. Em conformidade com o que aconteceu com o ROA, também para o ROE pode-se afirmar que o desempenho inferior das empresas pertencentes ao Novo Mercado foi estatisticamente significativo.

3.2.3 Indicador de liquidez geral.

O ILG foi calculado de acordo com a equação 2, e suas médias e variâncias constam na Tabela 4:

Tabela 4 – Médias e Variâncias do ILG

LIQUIDEZ GERAL (ILG)				
EMPRESAS - NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	159,01006%	418,40101%	137,05083%	124,63550%
Variância	36,65345%	5848,23382%*	100,23023%	102,70667%
EMPRESAS - NÃO PERTENCENTES AO NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	118,70528%	116,99465%	114,54233%	53,27009%
Variância	64,19554%	52,33482%	48,16479%	6,41401%
teste t	1,05861	1,03114	0,50599	0,54090
t crítico	2,14479			

Fonte: Elaboração própria

*O valor originado pelo índice elevado da empresa BR PHARMA S.A. que destoou das demais.

O ILG de 2010 mostra que a média do grupo Novo Mercado é maior, entretanto, essa alta diferença das médias foi compensada pelas altas variâncias dos dois grupos, de tal modo que, o valor de t ficou entre os limites do t crítico e a diferença entre as médias não é estatisticamente significativa.

Já no ano de 2011 a conjuntura foi mantida com o primeiro grupo amostral E apresenta médias melhores. Contudo, a alta variância do grupo, dado o índice de liquidez altamente elevado de uma das empresas pesquisadas (BR PHARMA) nesse ano, não permitiu que o teste t apontasse a relevância estatística dessa vantagem que superou os 300 pontos percentuais, 418,40% a 116,99%.

Com relação à liquidez geral apurada ao fim de 2012, o conjunto de empresas classificadas no “Novo Mercado” mostrou novamente desempenho superior ao outro conjunto, 137,05% ante 114,54%, seguindo a tendência dos dois períodos anteriores, embora com uma vantagem bem inferior à registrada em 2011. Desse modo, o valor do teste t é menor que o t crítico

Pelo quarto ano consecutivo a média das empresas listadas no Novo Mercado foi superior à média das demais empresas. No ano de 2013 o indicador apurado foi de 124,64% para o primeiro grupo contra 101,10% para a outra amostra. Porém, novamente não foi possível confirmar estatisticamente essa diferença entre as médias.

3.2.4 Participação de capital de terceiros.

O IPCT foi apurado conforme equação 1 e a Tabela 5 apresenta suas médias e variâncias para o quadriênio.

Tabela 5 – Médias e Variâncias do IPCT

Participação do Capital de Terceiros (IPCT)				
EMPRESAS - NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	54,98554%	46,87997%	53,36446%	57,45806%
Variância	3,77480%	6,88957%	6,14633%	6,19088%
EMPRESAS - NÃO PERTENCENTES AO NOVO MERCADO				
-	2010	2011	2012	2013
Média	56,99759%	53,18679%	52,33819%	53,27009%
Variância	8,35829%	8,71713%	8,64863%	6,41401%
teste t	-0,15029	-0,45180	0,07580	0,33144
t crítico	2,14479			

Fonte: Elaboração própria

Em 2010, as empresas integrantes do segmento Novo Mercado tiveram melhor desempenho no IPCT. Vale ressaltar que será considerado com melhor posição o grupo que apresentar a menor média. Os números encontrados para esse primeiro período foram bastante próximos.

Já para o ano de 2011, verificou-se que o grupo de empresas listadas no Novo Mercado continuou com média inferior. Essa vantagem foi levemente maior que no ano anterior, o valor do teste t não confirmou divergência estatisticamente relevante.

Em 2012, os valores obtidos pelos dois grupos amostrais apresentaram pouca diferença, cerca de um ponto percentual, sendo 53,36% para as empresas do Novo Mercado, e 52,34% para o conjunto das demais empresas. Destaca-se o fato das empresas não classificadas no Novo Mercado apresentarem média menor.

Em 2013, confirmou-se a melhor posição das empresas fora do Novo Mercado, conforme já havia ocorrido no ano anterior. Os números dessa vez mantiveram-se próximos, mas houve um pequeno incremento na vantagem ora apresentada, o grupo do Novo Mercado obteve 57,4581%, enquanto o outro grupo teve média de 53,2701% de participação de capital de terceiros. O teste estatístico não apontou diferença relevante entre as médias.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 *P-value* calculados e as rejeições de H_0 .

Tabela 6 – *P-Values* Calculados e a Interpretação de H_0

P-value dos indicadores e a rejeição da hipótese nula								
	ROA		ROE		ILG		IPCT	
-	<i>P-value</i>	H_0	<i>P-value</i>	H_0	<i>P-value</i>	H_0	<i>P-value</i>	H_0
2010	0,59596	não rejeita	0,71568	não rejeita	0,30770	não rejeita	0,88268	não rejeita
2011	0,49579	não rejeita	0,16124	não rejeita	0,31996	não rejeita	0,65834	não rejeita
2012	0,29651	não rejeita	0,06138	não rejeita	0,62074	não rejeita	0,94065	não rejeita
2013	0,04679	rejeita	0,02278	rejeita	0,59708	não rejeita	0,74522	não rejeita

Fonte: Elaboração própria

4.1.1 Resultados – 2010.

Com base na Tabela 6, é possível verificar que não houve a rejeição da hipótese nula em nenhum dos quatros indicadores, uma vez que todos valores-p (*p-values*) ficaram acima de α (0,05). Dessa forma, os resultados evidenciam que as médias dos índices dos quatro indicadores não apresentam diferenças estatísticas significativas e o desempenho econômico-financeiro é relativamente igual para os dois grupos.

4.1.2 Resultados – 2011

Pelos resultados encontrados é possível verificar que novamente houve a não rejeição da hipótese nula nos quatros indicadores pesquisados, essas constatações evidenciam que nos quesitos comparados não há evidências estatísticas de que o grupo de empresas que aderiu ao Novo Mercado teve melhor situação ou o desempenho econômico-financeiro superior aos das demais empresas pesquisadas no ano de 2011.

4.1.3 Resultados – 2012.

É possível constatar novamente que ao contrário do entendimento teórico de como deveria ser o desempenho das empresas, em todos os indicadores a hipótese nula não foi rejeitada, significando que as médias não apresentaram diferenças com significância estatísticas. Apesar da não-rejeição de H_0 para o indicador ROE em 2012, o *p-value* aproximou-se bastante do α definido (0,05).

4.1.4 Resultados – 2013.

Pela primeira vez nos quatro anos pesquisados houve a rejeição da hipótese nula, isto é, o teste *t* apresentou resultados estatisticamente significativos para a diferença entre as médias. Significa dizer que se pode afirmar que nesse ano a média de um dos grupos foi estatisticamente superior à outra nesses quesitos.

O *p-value* apurado para o indicador ROA confirma a diferença entre os dois grupos. Com base nas médias apuradas é possível afirmar que as empresas não pertencentes ao Novo Mercado tiveram desempenho superior nesse indicador. Em suma, é possível dizer que esse grupo obteve mais sucesso na aplicação de seus ativos no que diz respeito à geração de lucro líquido. Resultado semelhante foi apurado no teste feito com o indicador ROE, onde a diferença expressiva das médias também ocasionou a rejeição da hipótese nula, confirmando a diferença entre os grupos e, dada a média calculada, pode-se afirmar que além de superioridade no ROA, o grupo não listado no segmento Novo Mercado também foi superior no indicador ROE.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 Conclusão

Este trabalho de pesquisa teve objetivo de verificar se as empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentavam melhor desempenho e melhor situação com base em indicadores econômico-financeiros.

Dessas dezesseis comparações, apenas duas apresentaram resultados estatisticamente significativos. Ou seja, em apenas 12,50% dos casos verificou-se diferença nas médias entre os dois grupos com base no *teste t* de variância combinada, no indicador ROE em 2013 e no indicador ROA também no ano de 2013.

Destaca-se o fato de que nesses dois casos que o teste estatístico apontou relevância na diferença entre as médias, as empresas não integrantes do Novo Mercado é que tiveram desempenho superior.

Entretanto, além do presente trabalho não ter encontrado diferenças nas médias em 87,50% dos casos, com base nos indicadores pesquisados, os 12,50% que apresentaram algum resultado estatisticamente significativo foram contrários à teoria.

5.2 Limitações da pesquisa

Como a maioria das pesquisas científicas que almejam um entendimento indutivo (de casos particulares para o todo) a pesquisa apresenta limitações dentre as quais podem-se destacar: o pequeno número de empresas em cada amostra, devido a quantidade de empresas classificadas no setor de comércio; e a arbitrariedade do pesquisador na definição das amostras e sua segregação; o período reduzido de análise; e a qualidade da classificação da BM&FBovespa.

Por tentar relacionar algumas ações de governança com o resultado a pesquisa é susceptível a incongruência, pois a relação não é totalmente direta, uma vez que os resultados e a posição econômico-financeira de uma empresa dependem de outros fatores além das práticas de governança corporativa, isto é, essas ações podem relacionar-se apenas parcialmente ou não ter influência nenhuma.

Vale ressaltar que as pesquisas na área são complementares e não excludentes, ou seja, conforme abordado na introdução e referencial teórico, alguns autores conseguiram fazer essa relação de forma mais significativa, outros não encontraram relação alguma. O ideal é analisar a literatura acerca do tema como um todo. Nesse sentido, esta pesquisa, apesar das limitações, fornece mais uma base de informações para melhor entendimento do assunto, complementando a literatura existente, com enfoque diferenciado.

5.3 Sugestões para as próximas pesquisas

Tendo em vista as limitações da pesquisa, sugere-se analisar outros grupos de empresas segregando-as de modo diferente de acordo com as práticas de governança, por exemplo, opondo as empresas do Novo Mercado, Nível 1 e 2 às demais empresas. Pode-se abrir mão da classificação da BM&FBovespa e desenvolver um método alternativo de classificação das empresas com base nas práticas efetivamente exercidas pelas empresas.

Além das sugestões acima, outra possibilidade de avaliar o impacto da governança corporativa nos resultados de uma empresa, pode-se avaliar não o conjunto de práticas, mas ações específicas para essa avaliação.

Além do desempenho, pode-se ainda avaliar a variação no preço de mercado das ações de empresas listadas no Novo Mercado, comparando-o com das demais empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVES, Erick dos Santos. **Governança corporativa, desempenho e risco no Brasil**. 2010. 138 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.
- ANDRADE, A. ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BATTISTI, I. D. E. BATTISTI, G. **Métodos Estatísticos**. Ijuí. 2008. Disponível em: <<http://bibliodigital.unijui.edu.br:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/277/M%C3%A9todos%20estat%C3%ADsticos.pdf?sequence=1>>. Acesso em 25 de Julho de 2014.
- BLACK, B. et al. **Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea**. Working Paper, Stanford Law School, 2002. Disponível em <<<http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/black.pdf>>>. Acesso em Maio de 2014.
- BM&FBOVESPA. **O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>>. Acesso em Abril de 2014.
- BRASIL. **Plano Plurianual 2012-2015: Plano Mais Brasil**. *Dimensão Estratégica*. 2011. Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/spi/PPA/2012/mp_002_Dimensao_Estrategica.pdf>. Acesso em Abril de 2014.
- BRASIL. **Instrução Normativa nº 480 de 07 de Dezembro de 2009**. *Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst480%20-%20consolidada.pdf>>. Acesso em 26 de Julho de 2014.
- CARVALHO, A. G. de. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- CARVALHO, A. G. **Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico**. 2002. Disponível em: <http://www.bnb.gov.br/projwebren/exec/artigoRenPDF.aspx?cd_artigo_ren=275>. Acesso em Abril de 2014.
- CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. 2003. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2003/MIGRACAO.pdf?origin=publication_detail>. Acesso em: Maio de 2014.
- CASAGRANDE NETO, H. Et al. **Mercado de Capitais, a saída para o crescimento**. São Paulo: Lazuli, 2002.

- CAVALCANTE, F. MISUMI, J. Y. RUDGE, L. F. **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças, equipe de professores do INEPAD. **Análise Financeira Fundamentalista de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2009.
- CHAGAS, J. F. **Governança Corporativa – Aplicabilidade do Conceito, dos Princípios e Indicadores à Gestão de Pequenas e Médias Organizações**. Disponível em: <<http://eco.unne.edu.ar/contabilidad/costos/VIIIcongreso/085.doc>>. Acesso em Abril de 2014.
- FALCO, J. G. **Estatística Aplicada**. Disponível em: <http://ftp.comprasnet.se.gov.br/sead/licitacoes/Pregoes2011/PE091/Anexos/servi%E7o_publico_modulo_I/estatistica/Estatistica%20Aplicada.pdf>. Acesso em Agosto de 2014.
- FECOMÉRCIO-RJ. **Mapa Estratégico do Comércio 2014-2020**. Disponível em: <http://www.fecomerciorj.org.br/publique/media/MAPA ESTRATEGICO DO COMERCIO_2014_2020.pdf>. Acesso em Abril de 2014.
- FERREIRA, R. do N. et al. *Governança Corporativa, Eficiência, Produtividade e Desempenho*. **Revista de Administração da Universidade Presbiteriana Mackenzie**. São Paulo, v. 14, n. 4, p. 134-164. jul./ago. 2013.
- HITT, M. A. IRELAND, R. D. HOSKISSON, R. E. **Strategic management: competitiveness and globalization**. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2001.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Origens da Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em Maio de 2014.
- IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- JENSEN, M. C. MECKLING, W. H. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure*. **Journal of financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LAMEIRA, V. de J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. van A. *Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras*. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007.
- LEVINE, D. M. Et al. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro. LTC. 2000.
- MARCELINO, K. J. **A importância da estatística na atualidade**. 2007. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria/images/stories/pdf/a_importancia_da_estatistica_na_atualidade_-_artigo_de_karla_jlia_marcelino.pdf>. Acesso em 25 de Julho de 2014.
- MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 5. ed. São Paulo: Atlas. 2009.
- MARTINS, S. M. et al. **Governança corporativa: teoria e prática**. 2005. Disponível em <<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/50.pdf>>. Acesso em Abril de 2014.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MELO R. S. de. et. al. **A Contribuição da Governança Corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto**. 2013. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/1443.pdf>>. Acesso em Maio de 2014.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades**. 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>>. Acesso em 06 de Agosto de 2014.

OLIVEIRA NETO, José Carneiro da Cunha. **Governança Corporativa e Eficiência Informacional**. 2010. 77 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de Brasília, 2010.

PENHA, Roberto Silva da. **Desempenho econômico-financeiro das empresas com boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. 13º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2013. São Paulo. Anais (on-line).

SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, J. P. da. **Análise Financeira das Empresas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, Pablo Rogers. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento econômico no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-graduação em Administração. 2006. Disponível em: <<http://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/2958/1/Governan%C3%A7aCorporativaMercado.pdf>>. Acesso em Abril de 2014.

SLOMSKI, V. MELLO, G. R. de. TAVARES FILHO, F. MACÊDO, F de Q. **Governança Corporativa e Governança na Gestão Pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. Dissertação (Mestrado em ciências contábeis), São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2006.

VIEIRA, S. P. MENDES, A. G. S. T. **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2004. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf>. Acesso em Abril de 2014.