



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTÁBEIS E SECRETARIADO EXECUTIVO – FEAAC
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

CARLOS VIRGÍLIO DE MELO JÚNIOR

**UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE INDICADORES FINANCEIROS
ENTRE EMPRESAS LISTADAS EM SEGMENTOS DIFERENCIADOS
BOVESPA E AS DO MERCADO TRADICIONAL**

FORTALEZA

2013

CARLOS VIRGÍLIO DE MELO JÚNIOR

**UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE INDICADORES FINANCEIROS ENTRE
EMPRESAS LISTADAS EM SEGMENTOS DIFERENCIADOS BOVESPA E AS
DO MERCADO TRADICIONAL**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia,
Administração, Atuária, Contabilidade e
Secretariado Executivo, como requisito parcial para
obtenção do de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA

2013

CARLOS VIRGÍLIO DE MELO JÚNIOR**UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE INDICADORES FINANCEIROS ENTRE
EMPRESAS LISTADAS EM SEGMENTOS DIFERENCIADOS BOVESPA E AS
DO MERCADO TRADICIONAL**

Esta monografia foi submetida à coordenação do Curso de Ciências Contábeis, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

Data da aprovação: 05/08/2013.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Vicente Lima Crisóstomo, Dr.

Orientador

Profa. Liliane Maria Ramalho de Castro e Silva, MSc

Membro

Prof. Jocildo Figueiredo Correia Neto, Dr.

Membro

A Deus.

Aos meus pais, Carlos e Vanda.

As minhas irmãs, Karla e Karol.

A minha namorada, Kamilla.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, por me fortalecer e iluminar meu caminho para que eu conseguisse concluir esta etapa tão importante da minha vida.

À minha mãe Vanda, por ser um exemplo de vida para mim, por todo o seu caráter e apoio incondicional, pelos incentivos em todos os momentos para que eu concluísse esse trabalho.

Ao meu pai Carlos, pelo incentivo e apoio em todas as situações.

Às minhas irmãs, Karla e Karol, que estiveram sempre presentes e me apoiaram nessa longa caminhada na faculdade, dividindo diversas alegrias durante esses anos.

À minha namorada, Kamilla, pelo constante incentivo, principalmente nesses semestres finais de universidade, toda a amizade e paciência.

Ao meu orientador, professor Vicente Crisóstomo, pela paciência e disponibilidade durante a conclusão desta monografia.

Enfim, aos amigos, professores e todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram por todos esses anos com o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

RESUMO

Este trabalho faz uma análise econômica e financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA com o objetivo de verificar se os indicadores econômico-financeiros de empresas com melhores práticas de Governança Corporativa são melhores do que aqueles das demais empresas. Para tanto, foi feita uma revisão de literatura sobre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, o conjunto de boas práticas exigidas para figurar nos segmentos diferenciados da Bovespa e os índices financeiros utilizados para avaliação de empresas. Trata-se de uma pesquisa descritiva, de abordagem quantitativa, realizada através de pesquisa bibliográfica, documental e análise de dados referentes às empresas listadas na Bovespa no ano de 2011, obtidos no sistema Economática. Os resultados indicam que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, condição aproximada pela presença em níveis diferenciados de negociação, tendem a ter indicadores mais favoráveis do que aqueles de outras empresas.

Palavras chaves: Governança Corporativa, Níveis Diferenciados, Indicadores Econômico-Financeiros.

ABSTRACT

This work makes an economic and financial analysis of the companies listed in BM&FBOVESPA in order to verify if the economic and financial indicators of the companies with best practices of Corporate Governance are better than those of others companies. A bibliography review about the adoption of good practices of Corporate Governance, the set of required practices to be part of the differentiated levels at Bovespa and the financial indexes used for companies evaluation was made. This is a descriptive research with a quantitative approach made through bibliographic and documental research, and data analysis of the companies listed in Bovespa in 2011, obtained in a system called Economática. Results indicate that companies that adopt best practices of Corporate Governance, as a result of their presence in the differentiated levels, tend to have more favorable indicators than the other ones.

Keywords: Corporate Governance, Differentiated Levels, Economic and Financial Indicators.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	22
Quadro 2 – Indicadores Econômico-Financeiros.....	26
Tabela 1 – Setores Analisados.....	40
Tabela 2 – Liquidez Corrente.....	42
Tabela 3 – Liquidez Seca.....	43
Tabela 4 – Liquidez Geral.....	44
Tabela 5 – Liquidez Imediata.. ..	45
Tabela 6 – Participação de Capital de Terceiros sobre Recursos Totais.....	46
Tabela 7 – Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros.....	47
Tabela 8 – Composição de Endividamento.....	48
Tabela 9 – Taxa de Retorno sobre Investimentos.....	48
Tabela 10 – Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	49
Tabela 11 – Índice Lucro por Ação.....	50
Tabela 12 – Índice Preço por Lucro.....	51
Tabela 13 – Resultados dos Índices de Liquidez.....	51
Tabela 14 – Resultados dos Índices de Endividamento.....	52
Tabela 15 – Resultados dos Índices de Rentabilidade.....	52
Tabela 16 – Resultados dos Índices LPA e P/L.....	53

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO	12
2.1	Governança Corporativa	12
2.1.1	Práticas e Princípios de Governança Corporativa	14
2.1.2	A BM&FBOVESPA e os níveis diferenciados de Governança Corporativa	18
2.2	Indicadores Econômico-Financeiros	23
2.2.1	Índices de Liquidez	26
2.2.2	Índices de Endividamento	29
2.2.3	Índices de Rentabilidade	31
2.2.4	Índice Lucro por Ação (LPA)	33
2.2.5	Índice Preço por Lucro (P/L)	35
2.3	Hipótese de Pesquisa	36
3	METODOLOGIA	38
4	ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES FINANCEIROS DAS EMPRESAS LISTADAS EM NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL	40
4.1	Amostra	40
4.2	Análise dos Resultados	41
4.3	Sumário de Resultados	51
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	54
	REFERÊNCIAS	56

1 INTRODUÇÃO

Durante os últimos anos, no Brasil, a governança corporativa passou a dominar a atenção das empresas, principalmente as de capital aberto, sujeitando-as a uma pressão competitiva do mercado.

As organizações enfrentam grandes problemas na captação de recursos financeiros. Nesse sentido, uma solução para diminuir os custos elevados dessa captação é a abertura de capital das empresas, atraindo inclusive investimentos externos. Através do mercado de capitais, os investidores aplicam suas disponibilidades em negócios carentes de recursos e exigem transparência por parte da entidade que receberá o recurso.

Nesse contexto, a BM&FBOVESPA estimulou a aplicação de boas práticas de governança corporativa pelas empresas, criando níveis diferenciados de governança corporativa, com o intuito de identificar estas empresas que passaram a adotar estas práticas exigidas por cada segmento.

A busca por alternativas para atrair o interesse dos investidores e valorizar a própria empresa, fez com que, rapidamente, as organizações procurassem seguir os princípios de governança corporativa. Assim, poderiam aderir a determinado nível de governança, transmitindo mais segurança a futuros acionistas e agregando valor às ações da empresa.

O propósito dessas empresas é mostrar aos investidores que elas fornecem informações de qualidade, o que diminui as incertezas do processo de avaliação e risco, elevando a precificação das ações devido à redução do risco dos investimentos.

O desempenho das ações é resultado do esforço que a empresa teve para se inserir em um nível elevado de governança corporativa e pode ser acompanhado através do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Nesse sentido, as empresas oferecem um menor risco ao investidor, objetivando oferecer segurança e aumentar o valor das ações.

O objetivo geral da pesquisa é realizar uma análise comparativa dos indicadores financeiros de empresas com melhores práticas de Governança Corporativa, aproximado pela adoção de práticas requeridas para estar listada em segmentos diferenciados da Bovespa e as demais empresas com nível de Governança Corporativa inferior, aproximado por aquelas que estão listadas no mercado tradicional.

Os objetivos específicos deste estudo são:

- Definir e citar as boas práticas de Governança Corporativa;
- Diferenciar os níveis de Governança Corporativa, destacando os benefícios de suas adesões.

Quanto à metodologia, trata-se de uma pesquisa de natureza quantitativa, aplicando-se para a realização do estudo, os procedimentos técnicos da pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental, tomando por base os relatórios econômico-financeiros divulgados pelas empresas.

As empresas analisadas estão listadas na BM&FBOVESPA, considerando os setores de alimentos, agropecuária, bancos, comércio, construção, eletroeletrônicos, energia, mineração, papel e celulose, máquinas industriais, petróleo e gás, química, siderurgia e metalurgia, software e dados, telecomunicações, têxtil, telecomunicações, transportes, veículos e peças e outros.

O período de estudo compreende os relatórios divulgados em 2012. Em conformidade com as técnicas utilizadas na pesquisa, foram coletados os dados cadastrais das empresas por meio do sítio eletrônico, de domínio público, da BM&FBOVESPA.

O presente estudo se justifica pelo interesse em estudos já realizados, os quais afirmam que a adoção de boas práticas de governança corporativa proporciona a valorização das empresas. Esta valorização é analisada nos resultados da pesquisa, que terá como base os índices de liquidez, endividamento, rentabilidade, lucro por ação e preço por lucro. A análise é feita entre as empresas que adotaram boas práticas de governança e as demais empresas listadas no mercado tradicional.

O estudo está dividido em seis seções, incluindo esta introdução. A seção dois compõe o arcabouço teórico que serve como fundamentação para a pesquisa. A terceira seção aborda a metodologia da pesquisa, apresentando a forma como os dados foram obtidos e as análises realizadas. Na seção quatro, são discutidos os resultados encontrados e, na seção cinco, por sua vez, são apresentadas as conclusões da pesquisa, seguidas das referências.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO

2.1 Governança Corporativa

A Governança Corporativa surgiu como um conjunto de mecanismos para harmonizar os conflitos de interesses existentes nas empresas. A partir do momento em que aparecem dois papéis dentro da empresa, surgem alguns problemas, entre os quais se destaca a adequação das decisões tomadas pelo administrador com as necessidades do acionista, problema este que é estudado pela Teoria da Agência.

Os problemas de agência têm origem na separação da propriedade e da gestão das organizações. O proprietário, objetivando maximizar seus lucros, delega ao gestor o poder de comandar o empreendimento, estabelecendo metas de resultados esperados. Para regular essa relação, a Teoria de Agência estabelece mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas (JACOBSON, 2009).

Muitas vezes, entretanto, os gestores tomam decisões tendo em vista a maximização de sua utilidade pessoal e não o melhor interesse dos acionistas, resultando em expropriação da riqueza dos mesmos.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a minimização dos prejuízos causados por esse problema de agência dos gestores depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre as partes. A esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas de agência dá-se o nome de Governança Corporativa.

O papel da governança corporativa é proteger e promover os interesses dos acionistas por meio de definição da orientação estratégica de uma empresa e de nomeação e monitoramento de uma gestão capaz de conseguir atingir esse objetivo (WALKER, 2009).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 2009, na quarta versão do Código das Melhores Práticas, define Governança Corporativa como um conjunto de práticas e relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de aumentar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por sua vez, destaca que a Governança Corporativa é um conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e demais partes interessadas.

Complementando esse conceito, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002) considera que Governança Corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, e facilitar o acesso ao capital.

Seguindo essa mesma linha de raciocínio, Silva (2006) afirma que a Governança Corporativa consiste em um conjunto de regras, procedimentos e atitudes que condicionam a ação dos administradores no sentido de atender aos interesses dos financiadores e das partes interessadas na empresa (*stakeholders*), particularmente os acionistas (*shareholders*).

No entanto, é um engano imaginar que praticar boa governança implica somente acatar regulamentos. Governança é relacionada também à qualidade das atitudes e escala de valores no mais puro sentido humano. Daí alguns considerarem que a boa governança depende de alinhar o pensamento entre acionistas, gestores e as demais partes (STEINBERG, 2003).

Outros ponderam que a Governança Corporativa funciona como um sistema de freios e contrapesos, garantindo que as empresas cumpram a sua responsabilidade para com todos os seus *stakeholders* e ajam de forma socialmente responsável em todas as áreas da sua atividade (SOLOMON, 2010).

Para Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), a Governança Corporativa é o conjunto de estratégias utilizadas para administrar a relação entre os acionistas, sendo usada para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações. Neste sentido, Johnson, Scholes e Whittington (2007), complementam que a Governança Corporativa apresenta a quem a organização deve atender e como os propósitos e as prioridades da organização devem ser definidos, determinando o funcionamento e a forma de distribuição de poder da organização entre os diversos *stakeholders*.

Um sistema de governança será eficiente se for capaz de combinar os interesses dos agentes internos (como a ação do Conselho de Administração, o sistema de remuneração dos executivos, a concentração acionária e a atuação dos investidores institucionais) e externos (como a proteção legal dos investidores, a possibilidade de aquisição hostil, o grau de competição no mercado, a fiscalização dos agentes de mercado e a estrutura de capital), com o

objetivo de assegurar decisões que caminhem no melhor interesse de longo prazo dos acionistas (SILVEIRA, 2010).

Analisando os conceitos expostos, observa-se que, apesar de definições distintas, todos caminham para um ponto em comum. Ainda que alguns autores ou organizações afirmem que a Governança Corporativa é um conjunto de regras, práticas e relações (OCDE; CVM, 2002; SILVA, 2006; HITT, IRELAND E HOSKISSON, 2008), outros observam que a mesma é considerada um sistema, baseado nos conceitos de monitoramento e controle, estabelecidos pelos órgãos de controle (IBGC, 2009; SILVEIRA, 2010).

A Governança Corporativa é aplicada através de determinadas práticas, para conduzir a empresa, mostrar o caminho que a mesma irá percorrer para garantir a continuidade do negócio e obter resultados benéficos para todos.

2.1.1 Práticas e Princípios de Governança Corporativa

Devido à necessidade das empresas se adaptarem às exigências e padrões internacionais, o IBGC, entre várias iniciativas, divulgou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, já em sua quarta edição, e visto como um referencial no Brasil, que contém uma série de práticas derivadas dos princípios éticos que o Instituto adota como instrutores de sua atividade, que devem ser adotadas pelas sociedades brasileiras.

Entre práticas recomendadas pelo IBCG (2009) destacam-se:

- Assegurar o princípio uma ação, um voto. As empresas deveriam emitir apenas ações ordinárias e as empresas já abertas deveriam converter suas ações preferenciais em ordinárias, ou, em caso de dificuldades intransponíveis, conceder direito de voto as ações preferenciais em assuntos de seus interesses;
- Criação e manutenção de um código de ética por parte das empresas;
- Divergências entre proprietários devem ser resolvidas por meio de arbitragem, evitando o recurso à esfera judicial;
- Extensão do direito de *tag along* (obtenção das mesmas condições de venda obtidas pelos controladores em caso de venda do controle da companhia) para todos os acionistas;
- O conselheiro deve ser independente, consciente de que sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os proprietários;

- O conselho da empresa deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes;
- O Presidente do Conselho não deve acumular funções de presidente da diretoria executiva (CEO); buscar o equilíbrio de poder entre o presidente da diretoria e o Conselho de Administração;
- Recomendação para o uso de padrões contábeis internacionais (IASB ou US GAAP);
- Transparência de informações para os proprietários, conselho de administração, auditores independentes, conselho fiscal e demais *stakeholders*.

Alguns anos após a criação do Código do IBGC, a CVM (2012) divulgou uma cartilha de recomendações de boas práticas de governança corporativa, com o objetivo de orientar nas questões que podem influenciar a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes e acionistas controladores e minoritários da empresa.

Alguns pontos da cartilha merecem destaque, são eles:

- A alienação de ações representativas do controle da companhia somente deve ser contratada sob a condição de que o adquirente realize oferta pública de aquisição de todas as demais ações da companhia pelo mesmo preço, independente de espécie ou classe;
- A companhia deve permitir imediatamente que os acionistas detentores de ações preferenciais elejam um membro do conselho de administração, por indicação e escolhas próprias;
- As companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei 10.303/01 não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. As companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie;
- As companhias devem tornar plenamente acessíveis a todos os acionistas quaisquer acordos de seus acionistas de que tenham conhecimento;
- As decisões de alta relevância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, cabendo a cada ação um voto, independente de classe ou espécie;

- Em casos em que a Assembleia Geral não deliberar pelo pagamento dos dividendos fixos ou mínimos as ações preferenciais ou a companhia não pagá-los no prazo permitido por lei, tais ações adquirirão imediatamente o direito a voto. Se a companhia não pagar dividendos por três anos, todas as ações preferenciais adquirirão direito de voto;
- O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.

O conceito de melhores práticas nas atividades das empresas e nas interações entre acionistas, conselho e gestão, é de fundamental importância para os códigos de governança corporativa (TRICKER, 2012).

Sob a visão da OCDE (2012), a boa Governança Corporativa deve estimular adequadamente o conselho de administração e a diretoria a perseguir objetivos que sejam do interesse da empresa e de seus acionistas e facilitar a fiscalização eficiente, incentivando, assim, as empresas a utilizar os recursos de maneira mais eficiente.

Nesse contexto, as práticas de Governança Corporativa têm por objetivo minimizar o conflito de interesses que surge da relação entre acionistas e gestores, uma vez que estes podem manifestar comportamentos oportunistas ao dirigir a empresa observando a proteção de seus interesses, e não os dos controladores. Elas são também de fundamental importância para a maximização da eficiência pelos mercados, principalmente no que se refere à transparência e à credibilidade das informações (VIEIRA; MENDES, 2006).

As boas práticas de governança transformam princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar a reputação da organização e aperfeiçoar seu valor social, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Segundo o IBGC (2009), o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa é direcionado para indicar os caminhos para todos os tipos de companhia, no sentido de: (a) aumentar o valor da organização; (b) melhorar o seu desempenho; (c) facilitar o acesso ao capital; (d) reduzir os custos e (e) contribuir para a sua perenidade.

Nesse sentido, os princípios básicos que inspiram o código são transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Por transparência entende-se ser mais do que a obrigação de informar, é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam do seu interesse e não apenas aquelas impostas por leis ou regulamentos (IBGC, 2009).

A equidade, por sua vez, caracteriza-se pelo tratamento justo de todas as partes interessadas (*stakeholders*), sendo atitudes ou políticas discriminatórias totalmente inaceitáveis, sob qualquer pretexto (IBGC, 2009).

Ainda segundo o IBGC (2009), a prestação de contas é de responsabilidade dos agentes de governança, que devem prestar suas contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

De acordo com o princípio da responsabilidade corporativa, os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, realizando ações de ordem social e ambiental através dos programas, projetos e operações criados pelas empresas, cujo objetivo é de aproximação com a comunidade, contribuindo com o fortalecimento dessa relação (IBGC, 2009).

Os conceitos acima citados são reforçados pela afirmação de Bogoni et al. (2010), ao afirmarem que os princípios básicos da Governança Corporativa – transparência (*disclosure*), prestação de contas (*accountability*), equidade (*fairness*) e cumprimento de normas (*compliance*) – são essenciais para enfraquecer conflitos entre os grupos de acionistas controladores e minoritários, e ainda assegurar não só aos investidores, mas também aos proprietários, gestores e demais *stakeholders*, uma gestão eficiente e eficaz proporcionando um maior desempenho no tocante à criação de valor e perpetuidade da empresa.

Estes princípios básicos da Governança Corporativa, segundo Malacrida e Yamamoto (2006), são conceitos que mostram a interação existente entre a Contabilidade e a Governança Corporativa, no sentido de solucionar os conflitos de interesses que existem entre os principais *stakeholders* da empresa.

O nível de *disclosure* das empresas é considerado importante na relação entre mercado e as organizações, pois, quanto maior a transparência nas empresas, menor será o risco associado ao investimento empresarial e maior será a certeza de um retorno futuro do capital investido pelo mercado (LANZANA, 2004).

Nesse sentido, Lima et al. (2007) afirmam que as empresas procuram ofertar um maior nível de *disclosure* com a finalidade de minimizarem os riscos estimados pelos investidores. As organizações precisam divulgar as informações, mesmo sendo negativas, pois seria a

garantia da transparência, permitindo que os usuários das informações das empresas tenham uma decisão adequada.

A Governança Corporativa eficiente maximiza a confiabilidade da empresa diante do mercado de capitais, gerando satisfação, confiança e segurança para os investidores, ao proporcionar uma estrutura que define os objetivos da empresa, a maneira de atingir esses objetivos e fiscalizar o desempenho obtido.

De acordo com Hitt, Ireland e Hoskisson (2008), o atual contexto mundial global de competição do século XXI está conduzindo a estrutura da Governança Corporativa para um modelo uniforme que se aproxime em todos os países, tendo em vista que os clientes e acionistas estão também se tornando cada vez mais conscientes e ativos.

2.1.2 A BM&FBOVESPA e os níveis diferenciados de Governança Corporativa

No Brasil, visando à proteção dos direitos dos investidores e baseado nos princípios de transparência e prestação de contas, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) que definem práticas de condutas, para os quais as empresas listadas na bolsa podem, voluntariamente, aderir. Esses níveis foram classificados em: Níveis 1 e 2 de governança, e Novo Mercado, que representa o nível máximo de Governança Corporativa.

Os Níveis 1 e 2 de governança corporativa da Bovespa foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado. Isto proporciona um maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com os investidores e, portanto, aumenta o potencial de valorização dos seus ativos.

Para Andrezo e Lima (2007), a Bovespa ao criar os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado, procurou encontrar uma solução de mercado para estimular, simultaneamente, o interesse dos investidores no mercado de capitais brasileiro e a valorização das companhias.

Os NDGC têm o objetivo de desenvolver o mercado brasileiro e reduzir o risco dos investidores que decidem alocar recursos nas empresas, bem como diminuir a assimetria informativa existente entre os *stakeholders* das organizações (BOVESPA, 2012).

Segundo Aguiar, Corrar e Batistella (2004), a Bovespa objetivou a criação destes níveis a fim de reduzir a assimetria informacional entre os investidores e empresas, por meio

de uma maior transparência quanto às informações divulgadas, e reduzir o custo na aquisição de capital para estas empresas.

A premissa básica desses segmentos de listagem é que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagando um preço melhor por elas e reduzindo o risco e seu custo de captação (STEINBERG, 2003).

Nesse contexto, Bridger (2006) afirma que a meta da Bovespa foi promover um desenvolvimento do mercado de capitais, destacando os esforços das empresas na melhoria de sua relação com seus investidores. Dessa forma, a valorização e liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

O Novo Mercado é o segmento de listagem que confere o maior número de direitos aos acionistas investidores. No entanto, como muitas empresas não teriam condições ou não estariam dispostas a seguir as regras do Novo Mercado, a Bovespa optou por criar dois níveis intermediários de Governança Corporativa, denominados Nível 1 e Nível 2 (ANDREZO; LIMA, 2007).

Com o objetivo de tornar o mercado de ações fonte alternativa de financiamento para um maior número de empresas, a BM&FBOVESPA criou o BOVESPA MAIS. Está dirigido às empresas que querem acessar o mercado acionário gradualmente, ampliar gradativamente o volume das ações em circulação, e que são comprometidas com o seu desenvolvimento no mercado.

O BOVESPA MAIS possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. Um importante diferencial é que as ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles têm perspectivas de retorno de médio e longo prazo (BOVESPA, 2012).

Dessa forma, as empresas passaram a ter mais opções para participar do mercado de capitais, cabendo a cada uma fazer a sua escolha estratégica. Consequentemente, os investidores passaram a investir em empresas que se comprometam com práticas de Governança Corporativa superiores àquelas previstas na legislação.

Com o intuito de incentivar a adesão das empresas aos novos segmentos de listagem da Bovespa, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) criou uma linha de crédito denominada Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas, destinada às empresas que adotarem certas práticas de Governança Corporativa.

Além disso, o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu, dentre as regras de aplicações de recursos de certos investidores institucionais, limites superiores para compra de ações emitidas por empresas listadas nos Níveis 1 ou 2 ou no Novo Mercado.

Verifica-se que o Nível 1 contém práticas menos exigentes de governança que o Nível 2, sendo que neste as empresas são exigidas de forma mais branda que as do Novo Mercado, no qual as empresas podem emitir apenas ações com direito a voto (ON).

Através do Código de Melhores Práticas, no primeiro nível ficou estabelecido que as empresas assumissem um compromisso com melhorias na prestação de informações ao mercado e com obrigações além das previstas na legislação das sociedades anônimas. Essas melhorias devem acontecer nas informações que constam nas demonstrações financeiras padronizadas (DFPs), nas informações anuais (IANs) e nos relatórios trimestrais (IRTs).

Adicionalmente, a ocorrência periódica de reuniões públicas com os analistas e investidores, a fixação de um calendário anual com a programação das reuniões corporativas (assembleias, reuniões de conselhos e outros), bem como a divulgação dos principais contratos e as partes relacionadas dentre outros aspectos.

Para o nível dois de governança, além do cumprimento da legislação das sociedades anônimas e as regras estabelecidas para primeiro nível, foram acrescentadas normas complementares mais amplas e relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Neste nível, as empresas e seus controladores devem adotar as seguintes práticas: a adesão à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos dentre outros aspectos, a divulgação das demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais (IFRS ou US GAAP), condições específicas para a formação do conselho de administração, extensão para os acionistas minoritários do mesmo direito dos controladores no caso de venda (*tag along*), fusão ou cisão e voto para as ações preferenciais no caso de incorporação.

Andrezo e Lima (2007) destacam que, originalmente, o Nível 2 previa direito a voto às ações preferenciais também para outros assuntos em que pudesse haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia, o que foi alterado posteriormente. Por outro lado, o *tag along* dos preferencialistas, que havia sido estabelecido em 70% foi aumentado para 80%.

Outra inovação mais recente foi a exigência de que, no mínimo, 20% dos membros do conselho de administração sejam independentes.

Ressalta-se que além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos exigem aprovação em assembleias gerais e alteração do estatuto social da organização.

O Novo Mercado tem conceitos semelhantes aos dois níveis anteriormente destacados, no entanto, está direcionado principalmente para as empresas que se destinam a abrir o capital e que oficializam essa relação mediante a assinatura do contrato de adesão.

A premissa básica é que a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança fornecido pelos direitos dos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

Dentre as ações adicionais aplicadas às organizações do Novo Mercado, além daquelas já previstas nos Níveis 1 e 2, está a manutenção de 25% no mínimo do capital social, a exigência de que o capital social seja composto exclusivamente por ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto e a realização de oferta pública do total das ações em circulação no caso de fechamento do capital ou saída do novo mercado.

A partir do exposto acima, observa-se que as companhias do Nível 1 devem se comprometer, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, enquanto que as do Nível 2 e Novo Mercado devem adotar um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

As companhias listadas em algum destes níveis atuam com maior transparência e, conseqüentemente, menores custos de agências. Logo, supõe-se que uma carteira composta por essas empresas apresente um retorno médio superior ao retorno médio de uma carteira composta por empresas não listadas em algum nível de Governança Corporativa, pois se presume que os acionistas ajam em interesse próprio visando à proteção do seu capital investido.

Andrade e Rossetti (2009) listam dez benefícios resultantes da adesão às Melhores Práticas de Governança Corporativa: a) maior valorização de investidores dispostos a pagar ágios de governança; b) maior acesso ao mercado e menores custos de capital; c) importante requisito para acesso a mercados financeiros internacionais; d) requisito para alianças estratégicas, em especial as que envolvem agentes internacionais; e) maior alinhamento entre

proprietários, Conselho de Administração e Diretoria Executiva; f) redução de conflitos de interesses; g) encaminhamento da harmonização dos interesses dos proprietários com os de outras partes interessadas; h) maior segurança quanto aos direitos dos proprietários; i) provisão de condições para a melhoria dos processos de alta gestão; e j) melhoria da imagem da corporação.

O Quadro 1 apresenta um comparativo entre níveis diferenciados de Governança Corporativa que compõem a BM&FBOVESPA, considerando as principais práticas que devem ser adotadas pelas empresas que neles estiverem listadas.

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
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			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)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações 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		

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	

Fonte: BM&FBOVESPA (2013)

A adesão a esses níveis diferenciados depende do seu grau de comprometimento e é formalizada por meio de um contrato, com prazo indeterminado, celebrado pela Bovespa, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores.

Os níveis diferenciados funcionam, conforme Andrezo e Lima (2007), como “selos de qualidade” e estão acessíveis tanto para empresas que estão se listando na Bovespa quanto para aquelas já listadas anteriormente, fazendo apenas a migração do nível de governança.

Após o registro dessas empresas nos níveis diferenciados, elas assumem compromissos de Governança Corporativa além dos já exigidos pela legislação. Esses se referem à prestação de informações que facilitam o monitoramento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da organização e à adoção de regras societárias que melhor harmonizam os direitos de todos os acionistas, independente de sua condição de controladores ou investidores (SILVA, 2006).

2.2 Indicadores Econômico-Financeiros

Os indicadores de desempenho financeiros têm a finalidade de mostrar se a aplicação e a execução dos objetivos traçados no planejamento da empresa estão contribuindo para a melhoria dos resultados. Eles são de extrema relevância para o processo decisório, desde que estejam em conformidade com as diretrizes da empresa.

Nesse sentido, Carvalho (2007) afirma que os indicadores de desempenho funcionam como guias, que permitem medir não apenas a eficácia das ações tomadas, como também o resultado entre o planejado e o realizado.

Para Pereira (2001, p. 198), “o termo avaliação refere-se ao ato ou efeito de se atribuir valor, sendo que valor pode ser entendido num sentido qualitativo (mérito, importância) ou num sentido quantitativo (mensuração)”.

Conforme Assaf Neto (2007), os indicadores econômico-financeiros procuram relacionar elementos afins das demonstrações contábeis de forma a melhor extrair conclusões sobre a situação da empresa. Na visão de Matarazzo (2003), esses indicadores são representados na forma de índices, que medem a relação entre conta ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, e servem como medida dos diversos aspectos econômicos e financeiros das empresas.

A avaliação do desempenho a partir da análise de indicadores financeiros possibilita ao gestor coletar um grande número de informações a respeito da situação do empreendimento, bem como identificar os seus pontos fortes e encontrar meios de sanar seus pontos fracos.

Desse modo, ao analisar uma empresa, procura-se responder a questões relacionadas aos investimentos, valor esperado dos investimentos futuros, dívidas, lucros, entre outros (DAMODARAN, 2006).

Por outro lado, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007), as demonstrações financeiras não são capazes de responder questões sobre o desempenho financeiro das empresas. Entretanto, as informações contidas nessas demonstrações podem ser reorganizadas para informar índices capazes de trazer informações relevantes para a empresa.

No entanto, não se disponibilizando informações confiáveis nem se criando o ambiente para que todos os fornecedores de capital interajam, surgem condições para as práticas de informação assimétrica e oportunismo, que interferem no custo de capital das empresas e em seu valor.

Apesar disso, na visão predominante dos autores, a avaliação de desempenho financeiro é uma atividade tradicional em quase todas as empresas de qualquer porte, tipo de negócio ou área de atuação, tendo como propósito atender às exigências dos usuários internos e externos do ambiente empresarial, bem como fornecer subsídios nas suas decisões de negócios.

Os índices econômico-financeiros calculados a partir de demonstrações financeiras são tradicionalmente utilizados para evidenciar a situação econômica e financeira da empresa (BRITO; NETO, 2006). Os índices se justificam quando se deseja analisar a situação econômico-financeira de uma entidade, pelo fato de que a observação e apreciação de certas relações ou percentuais é mais significativa do que a apreciação de todos os itens contidos nas

demonstrações. Esses índices têm sido a técnica de análise mais empregada no universo econômico e financeiro das empresas.

Para Marion (2009), três pontos fundamentais devem ser levados em consideração na análise da situação econômico-financeira de uma empresa: liquidez, que trata da situação financeira da empresa; rentabilidade, que foca na situação econômica; e, endividamento, que relata a estrutura de capital da empresa.

De acordo com Assaf Neto (2007), essa análise pode ser realizada através de comparação dos valores entre si e com outros de diferentes períodos. Esse processo de comparação, indispensável ao conhecimento da situação da empresa, é representado pela análise horizontal e pela análise vertical.

A análise horizontal é a comparação que se faz entre os valores de uma mesma conta ou grupo de contas, retirados de diferentes exercícios sociais, permitindo que se analise a tendência passada e futura de cada valor contábil.

A análise vertical também é um processo comparativo, que se aplica ao relacionar uma conta ou grupo de contas com um valor relacionável, identificado no mesmo demonstrativo. Pode-se apurar a participação relativa a cada item contábil no ativo, no passivo ou na demonstração de resultados, e sua respectiva evolução no tempo.

Para Silva e Ferreira (2006), a análise de indicadores financeiros auxilia a revelar a condição global de uma empresa, proporcionando aos analistas e aos investidores uma visão ampla da situação econômico-financeira da empresa. Para a realização de uma boa análise, é necessário selecionar um grupo de índices de boa representatividade.

Assaf Neto (2009) afirma que a análise das demonstrações financeiras visa o estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em um determinado período e assim definir a posição atual e criar base para a previsão de tendências futuras.

Todavia, para Ross, Westerfield e Jaffe (2007), as demonstrações financeiras não são capazes de responder questões sobre o desempenho financeiro das empresas. Contudo, as informações contidas nas demonstrações financeiras podem ser reorganizadas para informar índices capazes de trazer informações relevantes para a empresa.

A respeito disso, Matarazzo (2003) afirma que o importante não é o cálculo de grande número de índices, mas de um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de profundidade desejada na análise.

A análise realizada através de índices econômico-financeiros é utilizada para nortear o bom desempenho da organização. Por meio dos indicadores econômico-financeiros, é possível prever condições futuras sobre a empresa. Os índices financeiros utilizados neste trabalho são: indicadores de liquidez, de endividamento e de rentabilidade, lucro por ação e preço por lucro, e estão definidos no Quadro 2.

Quadro 2 – Indicadores Econômico-Financeiros

Índice	Interpretação
Liquidez Corrente	Valor que a empresa tem de Ativo Circulante em relação ao Passivo Circulante.
Liquidez Seca	Relação do Ativo Circulante líquido dos estoques e o Passivo Circulante.
Liquidez Geral	Soma do Ativo Circulante mais Realizável a Longo Prazo para cada real do Passivo Circulante mais Exigível a Longo Prazo.
Liquidez Imediata	Valor resultante da relação entre Disponibilidades (caixa, banco e aplicações de curtíssimo prazo) e Passivo Circulante.
Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais	Relaciona quanto de Capital de Terceiros está presente no Capital Total.
Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros	Representa quanto de Capital Próprio existe para cada real de Capital de Terceiros.
Composição de Endividamento	Informa quanto do Capital de Terceiros pertence ao Passivo Circulante.
Taxa de Retorno sobre Investimentos (TRI)	Relação entre os ativos que uma empresa pode gerar de lucro com base no lucro líquido.
Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (TRPL)	Relação entre quanto os investimentos podem gerar de retorno aos sócios com base no lucro líquido.
Lucro por Ação	Representa a parcela do lucro líquido auferido por cada ação emitida pela empresa em determinado período, isto é, quanto compete a cada ação.
Preço por Lucro	Indica o número de anos que um investidor demoraria para recuperar o capital aplicado.

Fonte: Elaborado pelo autor

2.2.1 Índices de Liquidez

Os Índices de Liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, isto é, estabelecem um conceito sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus

compromissos. Essa capacidade de pagamento pode ser avaliada considerando longo prazo, curto prazo ou prazo imediato (MARION, 2009).

Segundo Assaf Neto (2008), os indicadores tradicionais de liquidez revelam a posição financeira em dado momento de tempo, e os diversos valores considerados são continuamente alterados em função da dinamicidade natural dos negócios da empresa.

Nos indicadores de liquidez, quando o valor calculado é maior do que 1, já pode ser considerado um resultado bom, pois a empresa já estaria em condições de pagar suas dívidas, ou seja, cada vez que o resultado for maior, melhor será o nível de liquidez. No entanto, sabe-se que uma alta liquidez não representa, necessariamente, uma situação financeira saudável. Assim, é imprescindível que todos os índices sejam analisados em conjunto.

Os principais índices que medem a liquidez da empresa são descritos a seguir:

a) Liquidez Corrente

A capacidade de pagamento da empresa em curto prazo é mensurada através deste índice, que expressa a fração de reais que a empresa dispõe no curto prazo para saldar as suas dívidas do mesmo exercício financeiro.

Entende-se que para cada um real aplicado em bens e direitos circulantes, a quanto à empresa deve em curto prazo. Isto é, se o resultado for maior que 1, indica a existência de folga disponível para uma possível liquidação das obrigações. Se igual a 1, pressupõe-se que os valores dos direitos e obrigações a curto prazo são equivalentes. Se o resultado for menor que 1, significa que não haveria disponibilidade suficiente para quitar as obrigações a curto prazo, caso fosse necessário (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009).

Matarazzo (2003) ainda afirma que Liquidez Corrente é a margem de folga para manobras de prazos e visa equilibrar as entradas e saídas de caixa, quanto maiores os recursos, maior essa margem, maior a segurança da empresa e melhor a sua situação financeira.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

b) Liquidez Seca

O índice de Liquidez Seca é similar ao de Liquidez Corrente, pois também representa quanto a empresa tem de recursos no curto prazo para pagar as dívidas de curto prazo, porém sem contar com os estoques. Os estoques são excluídos desta análise, pois se entende que não fazem parte da atividade operacional da empresa e não constitui recursos líquidos a receber (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009).

Conforme Matarazzo (2003), as conclusões obtidas por este índice não são precisas. Por isso, ele é utilizado como coadjuvante e não tem papel principal na avaliação da empresa e sua interpretação depende da arte e habilidade individual de quem analisa.

O resultado do indicador é obtido através da relação entre os ativos circulantes de maior liquidez (disponível, valores a receber e aplicações financeiras de curto e curtíssimo prazo) e o passivo circulante total, ou seja:

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

c) Liquidez Geral

Diferentemente dos índices de liquidez corrente e seca, que só trataram do curto prazo, o índice de Liquidez Geral tem como finalidade mostrar a capacidade de pagamento da empresa a curto e longo prazo, considerando tudo o que pode converter em dinheiro (disponibilidades, bens e direitos realizáveis a curto e longo prazo) para pagar todas as dívidas. Relacionando-se com tudo o que já assumiu como dívida. Esse indicador costuma ser utilizado como uma medida de segurança financeira da empresa, revelando sua capacidade de saldar os compromissos (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009).

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

d) Liquidez Imediata

A Liquidez Imediata também é utilizada para medir a capacidade de pagamento da empresa, porém não considera todo o ativo, mas apenas as disponibilidades em caixa que a empresa deveria ter para honrar seus compromissos imediatamente, ou seja, esse índice revela a porcentagem das dívidas a curto prazo (circulante) em condições de serem liquidadas imediatamente.

Ressalta-se que o disponível é composto pelo somatório das contas: caixa, bancos e aplicações de curtíssimo prazo. Esse resultado é normalmente baixo pelo pouco interesse das empresas em manter recursos monetários em caixa, por ser um ativo de reduzida rentabilidade (ASSAF NETO, 2007; MATARAZZO, 2003).

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Nesse sentido, segundo Marion (2009), alguns conceitos devem ser levados em consideração: não se deve considerar qualquer um desses indicadores isoladamente, mas associar os índices entre si; analisar os indicadores em uma série de anos (pelo menos três); e, comparar os índices encontrados com o índice-padrão, isto é, a média dos índices das empresas concorrentes.

2.2.2 Índices de Endividamento

Os Índices de Endividamento avaliam o grau de dependência da empresa em relação ao capital de terceiros e determinam o nível de endividamento da empresa.

Sabe-se que o ativo de uma empresa é financiado por capitais de terceiros, que é dividido em passivo circulante e exigível a longo prazo e por capital próprio (patrimônio líquido da empresa), isto é, os capitais de terceiros e capital próprio são as fontes de recursos.

Por meio dos indicadores de endividamento, verifica-se se a empresa utiliza mais recursos de terceiros ou recursos dos proprietários e se esses recursos de terceiros têm em sua maioria o seu vencimento a curto ou longo prazo.

Marion (2009) afirma que uma participação desproporcional do capital de terceiros em relação ao capital próprio torna a empresa vulnerável a qualquer imprevisto que possa ocorrer no mercado, resultando na não concessão de financiamentos pelas instituições financeiras para as empresas que apresentam esta situação a essas instituições.

No entanto, é sadio o endividamento das empresas que recorrer a essas dívidas como um complemento do capital próprio para realizar aplicações produtivas em seu ativo, podendo ser para ampliação, expansão ou modernização dos seus bens, mas deverão gerar recursos para que os compromissos assumidos no endividamento sejam liquidados.

As empresas que recorrem a dívidas para pagar outras dívidas que estão vencendo ou já venceram assumem um grave risco, pois se não gerarem recursos a tempo de saldar seus compromissos, recorrem a empréstimos sucessivos, tornando uma prática não saudável financeiramente para a empresa, que pode levá-las a insolvência e, posteriormente, a falência.

Além da análise da composição do endividamento em relação à quantidade de dívidas, deve-se analisar também a qualidade da dívida assumida pela empresa. O endividamento a curto prazo deve ser utilizado para financiar o ativo circulante, e o endividamento a longo prazo para financiar o ativo não circulante (MARION, 2009).

As principais medidas de endividamento são:

a) Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais

O endividamento das empresas com terceiros pode ser sadio, se utilizado como complemento de capital para aplicações ou ampliações dos seus bens. Este índice indica quanto a empresa tem de capital de terceiros sobre os seus recursos totais, indicando o grau de endividamento total da empresa frente aos recursos aportados pelos sócios na mesma. Isto é, quanto menor esse índice, melhor para a empresa (MARION, 2009).

O índice máximo dessa análise será 1 e ocorrerá quando a empresa não tiver capital próprio. Nas situações onde o Patrimônio Líquido da empresa for negativo, esse índice deverá ser lido como 1, pois um índice negativo ou menor do que zero não terá significado.

$$\text{Participação de Capitais de Terceiros sobre Recursos Totais} = \frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Capital de Terceiros} + \text{Capital Próprio}}$$

b) Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros

O quociente de garantia do capital próprio ao capital de terceiros tem como objetivo levantar a proporção entre o Capital Próprio e o Capital de Terceiros para demonstrar a política de obtenção e aplicação dos recursos adotada pela empresa.

O cálculo desse índice consiste no quociente obtido com a divisão do capital próprio da empresa dividido pelo capital de terceiros, indicando, assim, o volume de recursos próprios da empresa em relação a sua dívida total. Quanto maior for o resultado obtido, melhor para a empresa (MARION, 2009).

$$\text{Garantia do Capital Próprio ao Capital de Terceiros} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Capital de Terceiros}}$$

c) Composição de Endividamento

As dívidas de curto prazo são aquelas cujos vencimentos ocorrem dentro do exercício seguinte, já as dívidas de longo prazo têm vencimentos após o término do exercício seguinte, dando uma maior folga para a empresa. A Composição de Endividamento nos indica quanto da dívida total da empresa deverá ser paga em curto prazo, isto é, as obrigações de curto prazo comparadas com as obrigações totais da empresa. Representa, assim, o quanto do total de obrigações vence no curto prazo, permitindo a análise da dívida com relação à qualidade, pois o ideal é que as dívidas estejam concentradas no longo prazo. Logo, quanto menor o resultado, melhor para a empresa (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009; MATARAZZO, 2003).

$$\text{Composição de Endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}}$$

2.2.3 Índices de Rentabilidade

Os indicadores de liquidez e endividamento tratam mais dos aspectos financeiros dessa análise empresarial e os Índices de Rentabilidade contemplam os aspectos econômicos dessa análise, concentrando a atenção na geração dos resultados, isto é, na Demonstração do Resultado do Exercício.

Os índices deste grupo mostram qual é a rentabilidade dos capitais investidos, isto é, quanto os investimentos renderam e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa (MATARAZZO, 2003).

Marion (2009) define que as principais bases de comparação adotadas para o estudo dos resultados empresariais são o lucro líquido, ativo total e patrimônio líquido. Sabe-se que os itens do ativo combinados é que geram receita para as empresas. Isto é, o ativo representa os investimentos realizados pela empresa a fim de obter receita e, conseqüentemente, lucro. Em seguida, pode-se obter a Taxa de Retorno sobre os Investimentos que representa o poder ganho da empresa, quanto ela ganhou por real investido.

A rentabilidade de uma empresa pode ser avaliada em relação às suas vendas, seus ativos, seu patrimônio líquido e ao valor de suas ações. Estas medidas permitem avaliar os lucros da empresa em relação a um dado nível de vendas, determinado nível de ativos, ao volume de investimentos dos proprietários, ou o valor das ações, e a eficiência da empresa em gerar resultados com relação aos seus investimentos no ativo. No ponto de vista do empresário, observa-se que o lucro está remunerando o capital investido na empresa e sabe-se que os recursos dos sócios estão evidenciados no patrimônio líquido. Assim, pode-se obter a Taxa de Retorno do Patrimônio Líquido.

Destaca-se que, sem lucro, a empresa não atrairá capitais de terceiros e nem investidores, além disso, seus atuais credores e proprietários (acionistas) poderão ficar preocupados com o futuro da empresa e poderão tentar reaver seus fundos. O lucro da empresa é um importante indicador para as decisões dos agentes do mercado.

Segundo Zolet e Lozecky (2006), sob o ponto de vista financeiro, a análise por meio dos índices de rentabilidade é a que mais satisfaz o empresário. Nos índices de Rentabilidade, quanto maior o resultado melhor será para a empresa. Os índices de Rentabilidade calculados neste trabalho são: retorno sobre ativo (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE).

Os principais indicadores de rentabilidade são:

a) Taxa de Retorno sobre Investimentos (TRI)

O retorno sobre ativo traduz o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, permitindo avaliar qual o retorno líquido que a empresa teve sobre os investimentos efetuados no período e refletindo a capacidade que os ativos de uma empresa têm para gerar lucros, neste caso, tendo como base o lucro líquido (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009). Este indicador é utilizado para realizar um comparativo do desempenho da empresa ano a ano. Assim, ele mostra quanto tempo levaria para a empresa dobrar o seu Ativo, contando exclusivamente com seu lucro.

Sabe-se que, quanto maior o resultado deste índice, melhor, pois ele representa uma medida do potencial de geração de lucro da parte da empresa, ou seja, uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido (MATARAZZO, 2003).

$$\text{Taxa de Retorno sobre Investimentos} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

b) Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (TRPL)

O retorno sobre patrimônio líquido avalia o retorno produzido pelo total dos recursos aplicados por acionistas e credores nos negócios e demonstra o retorno líquido dos recursos aportados na empresa, isto é, quanto os sócios podem ter de retorno sobre seus investimentos, neste caso, tendo como base o lucro líquido (ASSAF NETO, 2007; MARION, 2009; MATARAZZO, 2003).

A interpretação que pode ser feita é que, quanto mais alta for essa taxa, melhor será para os acionistas e para a empresa. Este índice também mostra quanto de lucro foi gerado para cada real de capital próprio investido.

$$\text{Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

2.2.4 Índice Lucro por Ação (LPA)

O Lucro por Ação (LPA) é um quociente amplamente utilizado pelos investidores para medir a rentabilidade de uma entidade, com o propósito de indicar quão lucrativo se apresentou um empreendimento pela utilização dos recursos disponibilizados pelos acionistas, isto é, o lucro auferido por cada ação emitida pela empresa, após imposto de renda, obtido em determinado período, quanto compete a cada ação. Este indicador é mensurado segundo a seguinte expressão:

$$\text{Lucro por Ação} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de Ações Emitidas}}$$

Ressalta-se que o indicador não revela o quanto cada acionista irá receber em função do retorno produzido na aplicação de seus capitais, mas a parcela do lucro líquido pertencente

a cada ação, sendo que a distribuição é determinada pela política de dividendos adotada pela empresa (ASSAF, 2009).

O Lucro por Ação também é usado como um dos indicadores mais importantes da avaliação da entidade e também como uma estimativa dos lucros por ação e dos dividendos por ação futuros.

No Brasil, o LPA é calculado mediante a divisão do lucro ou prejuízo líquido do exercício pelo número de ações que compõem o Capital Social da entidade ao final do período.

Neste sentido, Iudícibus (2009) destaca que um dos aspectos mais importantes do cálculo do lucro por ação é o estabelecimento do número de ações, isto é, o denominador. Logo, se não houver mudanças significantes no patrimônio líquido, derivantes de processos de capitalização, durante o exercício, não havendo necessidade de emitir novas ações, o número de ações em circulação no fim do exercício pode ser o denominador adequado. Contudo, quando se verificaram movimentações de ações durante o ano, deveria ser calculada uma média ponderada das ações em circulação durante o ano.

Para Campos e Scherer (2001), o número médio ponderado de ações ordinárias em circulação durante o exercício a que se referem às demonstrações contábeis consiste na média aritmética ponderada do número de ações em circulação, e nas ações assumidas como se em circulação, para fins de cálculo do LPA.

Segundo Assaf (2009), esse método utilizado para o cálculo do LPA é simplista e válida somente quando os dividendos forem iguais para todos os acionistas. No entanto, o cálculo do LPA pode tornar-se mais complexo nas hipóteses de existência de instrumentos financeiros diversos, tais como ações preferenciais conversíveis, debêntures conversíveis e bônus de subscrição, os quais podem ser convertidos em ações ordinárias. E também nos casos em que a entidade apresentar uma estrutura complexa de capital e nos casos de aumento de capital durante o exercício.

Ressalta-se que o lucro disponibilizado aos acionistas portadores de ações ordinárias deve ser deduzido dos direitos atribuídos aos acionistas portadores de ações preferenciais. A dedução corresponde ao total de direitos pagos ou disponibilizados aos acionistas portadores de ações preferenciais durante o período a que se referem as demonstrações contábeis (CAMPOS; SCHERER, 2001).

2.2.5 Índice Preço por Lucro (P/L)

O índice Preço/Lucro é a relação entre a cotação de mercado e o lucro por ação. A convenção do P/L considera o lucro por ação apurado em base anual.

Para Assaf (2009), o P/L é um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise de ações e é muito utilizado pelos investidores. É calculado pela relação entre o preço de aquisição do título (valor do investimento efetuado ou do mercado) e o seu lucro unitário anual (lucro por ação), ou seja:

$$\text{Preço por Lucro} = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação (Aquisição)}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}}$$

Assim como o LPA, o P/L é estático, ou seja, seu resultado é válido para a data de sua apuração, não sendo necessariamente para períodos futuros. Os valores considerados em sua forma de cálculo assumem contínuas variações no tempo, que deverão ser incorporadas em sua expressão de cálculo para torná-la mais dinâmica às decisões futuras.

O indicador, atrelado a uma análise das perspectivas da empresa, pode indicar uma boa compra. Se uma empresa tiver uma boa rentabilidade, bons lucros, e não houver nenhuma razão para uma deterioração, um P/L baixo é atrativo, especialmente se estiver inferior ao seu nível histórico.

Segundo Assaf (2009), o LPA não costuma ser integralmente distribuído. Dessa maneira, o índice P/L de uma ação não irá revelar, efetivamente, o número de períodos necessários para um investidor recuperar seu capital aplicado.

Teoricamente, o P/L indica o número de anos que um investidor tardaria em recuperar o capital aplicado. No entanto, algumas restrições ao uso desse indicador devem ser levantadas, como por exemplo, na suposição equivocada de alguns autores de que o P/L pretende representar uma resposta científica e completa para a avaliação do preço justo da ação, e quando utilizam o P/L para determinar o preço justo da ação (ASSAF, 2009).

O P/L só pretende estimar o tempo de retorno, o que antes era uma medida de rentabilidade percentual. Vale lembrar que, sendo o P/L o inverso da rentabilidade, guarda também relação inversa com o risco. O P/L não pretende projetar nada, muito menos estabelecer inclusive tendências futuras.

Em busca de referências adicionais, alguns analistas usam o P/L para situar a cotação atual, em termos de P/L, comparativamente a níveis históricos máximos e mínimos de P/L. É igualmente ilustrativo, embora nada conclusivo, comparar os índices P/L de empresas no mesmo setor da economia ou com outras características comuns. Por exemplo, caso o resultado desse índice fosse igual a um, aparentemente, significaria uma extraordinária rentabilidade pela qual, em um ano, o lucro por ação pagaria o custo de compra da ação, supondo a manutenção deste elevadíssimo lucro por ação.

Observando a fórmula, percebe-se que o P/L representa o número de anos que se levaria para recuperar o capital investido sob as condições de estabilidade do lucro anual e distribuição integral do lucro. Por este motivo, o P/L também é conhecido como tempo de recuperação do capital (payback time).

Logo, a utilidade do P/L é facilitar a comparação de dois ativos que tenham valores nominais diferentes, sob o simples enfoque do lucro. Segundo este critério, quanto mais baixo for o P/L, mais atrativa será a compra.

2.3 Hipótese de Pesquisa

Na revisão de literatura sobre a associação entre governança corporativa e desempenho financeiro, destacam-se os trabalhos de Carvalho (2003), Aguiar, Corrar e Batistella (2004) e Byard et al (2006).

Carvalho (2003) utilizou a abordagem do estudo de eventos e comparou o retorno observado pelos ativos de companhias que aderiram ao Novo Mercado ou a outro Nível de Governança Corporativa, com o retorno esperado caso estas empresas não tivessem aderido a estes níveis. Para tanto, utilizou-se de dados de 18 empresas listadas na Bovespa entre janeiro de 2001 e julho de 2002 e concluiu-se que a adesão tem um impacto positivo na valorização das ações destas companhias.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) fizeram um estudo semelhante comparando três variáveis (quantidade, volume e preço médio das ações) dos ativos de empresas listadas no nível 1 de Governança Corporativa antes e depois de sua adesão. Uma vez que as duas amostras foram retiradas das mesmas empresas, ou seja, são amostras emparelhadas, no lugar de utilizar o estudo de eventos, utilizaram-se do teste de Wilcoxon. Contrariamente às observações de Carvalho (2003), os autores não encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a quantidade, volume e aumento de preço das ações negociadas e a adesão de suas companhias ao nível 1 de governança.

Byard et al (2006), por sua vez, examinaram a associação entre governança corporativa e qualidade da informação disponível para os analistas financeiros. Segundo os autores, a qualidade da governança corporativa está associada a um aumento na qualidade total da informação possuída pelos analistas financeiros, considerados usuários fundamentais do disclosure financeiro fornecido pelas empresas. Os resultados indicaram que a qualidade da informação dos analistas financeiros sobre os lucros futuros aumenta com a qualidade da governança corporativa. Os autores acreditam que os analistas acompanham empresas com melhor governança, pois, dessa maneira, adquirem melhor informação sobre os lucros futuros dessas empresas.

A realidade de que a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa objetiva em última análise, a incorporação de mais efetivos mecanismos de controle e incentivo da gestão da empresa, aliada a evidência anterior que confirmam esta proposição, este trabalho propõe como hipótese de pesquisa que melhores práticas de Governança Corporativa influem positivamente no desempenho da empresa, como a seguir:

Hipótese: Melhores práticas de Governança Corporativa contribuem para a obtenção de melhores indicadores econômico-financeiros. Em função disto, espera-se que empresas listadas em segmentos diferenciados Bovespa apresentem melhores indicadores que aquelas listadas no mercado tradicional.

3 METODOLOGIA

Entende-se como pesquisa científica, segundo Gil (1999, p. 19), “o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. Para Andrade (2009, p.121), a pesquisa é um “conjunto de procedimentos sistemáticos, baseado no raciocínio lógico, que tem por objetivo encontrar soluções para problemas propostos, mediante a utilização de métodos científicos”.

A presente pesquisa pode ser classificada, quanto aos objetivos, como uma pesquisa descritiva, ao analisar a relação entre os níveis de governança corporativa das empresas e os respectivos desempenhos financeiros, pois “os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles” (ANDRADE, 2009, p.114).

O presente estudo constituir-se ainda de uma pesquisa quantitativa, em que foi feita uma análise dos resultados obtidos nas demonstrações do ano base de 2011 das empresas listadas na Bovespa. Para Rodrigues (2006), a pesquisa quantitativa está relacionada à quantificação, análise e interpretação de dados obtidos na pesquisa, ou seja, a pesquisa tem como objetivo a análise e interpretação dos resultados, utilizando-se técnicas estatísticas (como porcentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, coeficiente de correlação, análise de regressão etc.).

Desse modo, o método científico escolhido para o trabalho foi a pesquisa bibliográfica e documental que, de acordo com Vergara (2007), é um estudo sistematizado por meio de materiais publicados e acessíveis ao público, fornecendo instrumento analítico para outras categorias de pesquisa. Godoy (1995) afirma que a pesquisa documental é definida como sendo o exame de materiais de natureza diversa, que ainda não receberam tratamento analítico, ou que podem ser reexaminados, buscando novas e/ou interpretações complementares.

A pesquisa bibliográfica é, sobretudo, fundamental ao desenvolvimento do trabalho, uma vez que, conforme Cervo e Bervian (1983, p. 55), “explica um problema a partir de referenciais teóricos publicados em documentos e buscam conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas do passado existentes sobre um determinado assunto, tema ou problema”. De acordo com Beuren (2003), a pesquisa bibliográfica está sempre presente seja como parte integrante de outra pesquisa, seja exclusivamente como

delineamento. Assim, a pesquisa bibliográfica pode ser caracterizada como parte de uma pesquisa descritiva.

Em conformidade com as técnicas de coletas de dados, será utilizada a documentação indireta bibliográfica e documental. Segundo Lakatos e Marconi (2005), a pesquisa documental tem como característica a fonte de coleta de dados, restrita a documentos escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias.

A pesquisa bibliográfica abrange toda bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico etc., até meios de comunicação orais: rádio, gravações em fita magnética e audiovisuais: filmes e televisão. Sua finalidade é, portanto, colocar o pesquisador em contato direto com tudo o que foi escrito, dito ou filmado sobre determinado assunto, inclusive conferências seguidas de debates que tenham sido transcritos por alguma forma, sejam eles publicados ou gravados (LAKATOS; MARCONI, 2005).

4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES FINANCEIROS DAS EMPRESAS LISTADAS EM NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL

4.1 Amostra

Neste estudo foram analisadas as demonstrações publicadas das empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa e mercado tradicional da Bovespa nos setores de alimentos, agropecuária, bancos, comércio, construção, eletroeletrônicos, energia, mineração, papel e celulose, máquinas industriais, petróleo e gás, química, siderurgia e metalurgia, software e dados, telecomunicações, têxtil, telecomunicações, transportes, veículos e peças e outros. Conforme a Tabela 1, a amostra da pesquisa foram 256 companhias listadas na Bovespa, sendo 139 empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e 147 empresas listadas no mercado tradicional.

Tabela 1 – Setores Analisados

Nº	Setor	Número de Empresas por Setor	%	Número de Empresas em NDGC	%	Número de Empresas no Mercado Tradicional	%
1	Agropecuária e Pesca	3	1,28	2	1,77	1	0,83
2	Alimentos e Bebidas	13	5,56	5	4,42	8	6,61
3	Comércio	10	4,27	6	5,31	4	3,31
4	Construção	21	8,97	15	13,27	6	4,96
5	Eletroeletrônicos	5	2,14	2	1,77	3	2,48
6	Energia Elétrica	29	12,39	7	6,19	22	18,18
7	Finanças e Seguros	32	13,68	17	15,04	15	12,40
8	Máquinas Industriais	1	0,43	1	0,88	0	0,00
9	Mineração	2	0,85	2	1,77	0	0,00
10	Minerais não Metais	3	1,28	2	1,77	1	0,83
11	Papel e Celulose	3	1,28	1	0,88	2	1,65
12	Petróleo e Gás	3	1,28	0	0,00	3	2,48
13	Química	9	3,85	4	3,54	5	4,13
14	Siderúrgica e Metalúrgica	13	5,56	3	2,65	10	8,26
15	Software e Dados	3	1,28	1	0,88	2	1,65
16	Telecomunicações	4	1,71	1	0,88	3	2,48
17	Têxtil	14	5,98	5	4,42	9	7,44
18	Transportes e Serviços	8	3,42	5	4,42	3	2,48
19	Veículos e Peças	11	4,70	6	5,31	5	4,13
99	Outros	47	20,09	28	24,78	19	15,70
Total		234	100	113	100	121	100

Fonte: Elaborada pelo autor

Os dados foram coletados dos relatórios financeiros dessas empresas por meio do sítio eletrônico de domínio público da BM&FBOVESPA, referente às demonstrações de 2011 publicadas no ano de 2012. Estes dados foram retirados do sistema econômica.

A análise foi feita individualmente utilizando os índices econômico-financeiros, comparando os resultados de dois grupos de empresas, o primeiro, composto por empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa e estão listadas em níveis diferenciados, e o segundo, composto pelas empresas do mercado tradicional da BM&FBOVESPA.

4.2 Análise dos Resultados

A análise dos dados foi realizada utilizando indicadores de liquidez, endividamento, rentabilidade, lucro por ação e preço por lucro.

A verificação dos índices de liquidez, isto é, a capacidade de pagamento das empresas é a etapa inicial da análise destas. Este indicador mensura a capacidade da empresa de atender suas obrigações de curto prazo. Deste modo, quanto maior este índice, melhor para a empresa, pois significa que ela é capaz de honrar seus compromissos de curto prazo.

Como mostra a Tabela 2, a média do índice de liquidez corrente das empresas listadas é 1,55 e 1,20 para as empresas não listadas. Considerando-se somente a média desse índice, o resultado é um valor satisfatório para ambos os grupos de empresas, e as empresas listadas em níveis diferenciados tem resultado superior e valores mais homogêneos comparados aos das empresas do mercado tradicional.

O coeficiente de variação fornece a variação dos dados obtidos em relação à média. Quanto menor o seu valor, mais homogêneos serão os dados. Quanto mais próximo de zero, menor a variabilidade e menor a dispersão. O coeficiente de variação da liquidez corrente das empresas listadas é 0,59, já para as empresas não listadas é 0,70. Este valor mostra que, comparando os índices de liquidez corrente, os resultados são muito dispersos. Além disso, nota-se grande variação dos valores mínimo e máximo, isto mostra que os resultados dos índices de liquidez corrente das empresas não são uniformes, ainda que a análise seja realizada em um grupo de empresas do mesmo segmento de listagem.

Por último, a mediana, que é uma medida de localização do centro da distribuição dos dados. Ordenados os elementos da amostra, a mediana é o valor que a divide ao meio, isto é, 50% dos elementos da amostra são menores ou iguais à mediana e os outros 50% são maiores ou iguais à mediana. Quanto mais próxima da média, conclui-se que a distribuição dos dados

é simétrica. A mediana deste índice das empresas listadas é 1,37 e, para as empresas não listadas, é 1,07; ambos menores que as respectivas médias, ou seja, metade dos valores está acima da mediana, o que significa que, no mínimo, 50% destas empresas têm uma boa capacidade de pagamento.

As empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa apresentam, em média, maior capacidade de pagamento em curto prazo do que as empresas do mercado tradicional.

As empresas de nível 1, 2 e novo mercado informam dados mais homogêneos em relação à média, ou seja, menor coeficiente de variação, o que traduz menor variabilidade e dispersão na liquidez corrente. Nota-se ainda que a mediana das empresas listadas nesses níveis foi mais próxima da média, apresentando uma distribuição de dados mais simétrica.

Observa-se que as empresas listadas em níveis diferenciados obtiveram melhores resultados do que as demais empresas na análise do índice de liquidez corrente que retrata a capacidade de pagamento das companhias em curto prazo.

Tabela 2 – Liquidez Corrente

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	1,55278	1,19612
Máximo	4,83280	4,03020
Mínimo	0,01729	0,00155
Desvio Padrão	0,90986	0,84101
Mediana	1,36822	1,07222
Coefficiente de Variação	0,58595	0,70312

Fonte: Elaborada pelo autor

O índice de Liquidez Seca mensura quanto a empresa tem de recursos sem contar com os estoques para pagar as dívidas de curto prazo. Quanto maior esse resultado, melhor para a empresa, pois significa que ela tem uma saúde financeira positiva para honrar dívidas de curto prazo, considerando apenas seus recursos líquidos, sem incluir os estoques.

De acordo com a Tabela 3, a média do índice de liquidez seca das empresas listadas é 1,37 e 1,00 para as empresas não listadas. Considerando a média desse índice, ambos os grupos de empresas apresentam um valor satisfatório.

Percebe-se, ainda, que os valores mínimos e máximos de cada um dos grupos de empresas analisados, estão muito dispersos, assim como na liquidez corrente, demonstrando que as empresas não apresentam resultados uniformes no índice de liquidez seca.

Observa-se que a mediana em ambos os grupos tem o resultado inferior ao das médias do índice de liquidez seca. Nas empresas listadas em níveis diferenciados, mais da metade das empresas apresentam capacidade de pagamento acima de 1,20, o que ainda pode ser considerado como um resultado positivo. Porém, a mediana de mais de 50% das empresas listadas no mercado tradicional é menor que 1, significando que a capacidade de pagamento dos compromissos de curto prazo da maioria dessas empresas, utilizando apenas os recursos líquidos dos estoques, é insuficiente.

As empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa apresentam, em média, capacidade de pagamento líquido dos estoques maior do que as empresas do mercado tradicional. Analisando a Tabela 3, verifica-se que as empresas não listadas em níveis diferenciados obtiveram os índices máximo e mínimo na análise de todas as empresas.

No mercado tradicional, os dados das empresas estão mais distantes em relação à média, pois apresentam maior coeficiente de variação, o que traduz maior assimetria nos resultados da liquidez seca. Nota-se, além disso, que a mediana dessas empresas foi mais distante da média, apresentando uma distribuição de dados assimétrica.

Na análise do índice de liquidez seca que estima a capacidade de pagamento das empresas sem considerar os estoques, as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentaram resultados superiores aos das empresas listadas no mercado tradicional.

Tabela 3 – Liquidez Seca

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	1,36629	0,99809
Máximo	4,60089	3,37076
Mínimo	0,01729	0,00155
Desvio Padrão	0,84734	0,70460
Mediana	1,20268	0,92877
Coefficiente de Variação	0,62017	0,70595

Fonte: Elaborada pelo autor

O índice de Liquidez Geral mensura a capacidade da empresa de atender suas obrigações de curto e longo prazo utilizando todos os recursos, de curto e longo prazo, que podem ser convertidos em dinheiro. Deste modo, quanto maior este índice, melhor para a empresa, pois significa que ela é capaz de honrar seus compromissos de curto e longo prazo.

De acordo com a Tabela 4, as médias deste índice para as empresas listadas e não listadas são 2,13 e 1,65, respectivamente. Observa-se que a média das empresas pertencentes aos níveis diferenciados continua sendo maior do que as do mercado tradicional.

O coeficiente de variação, por sua vez, não apresenta resultado tão positivo, mas comparando o resultado nos indicadores analisados até o momento, é o menor. Nas empresas de nível 1, 2 e novo mercado o coeficiente de variação é 0,60, enquanto nas listadas no mercado tradicional é 0,68. Estes valores mostram que, apesar de serem os menores até o momento para ambos os grupos, as empresas listadas em níveis diferenciados ainda apresentam uma dispersão bem menor do que as demais empresas.

A mediana continua apresentando resultado menor do que a média, mantendo a distribuição dos dados assimétrica. Para as empresas listadas, a mediana é 1,72 e 1,43 para as empresas não listadas. Conclui-se que, como metade dos valores está acima da mediana, mais de 50% destas empresas têm uma boa capacidade de pagamento de curto e longo prazo.

As empresas listadas no mercado tradicional apresentaram resultados inferiores aos das empresas listadas em níveis diferenciados, mesmo considerando a capacidade de pagamento das empresas em curto e longo prazo.

Tabela 4 – Liquidez Geral

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	2,12816	1,64947
Máximo	5,89532	6,42992
Mínimo	0,14411	0,01927
Desvio Padrão	1,28446	1,12200
Mediana	1,72495	1,43089
Coeficiente de Variação	0,60355	0,68022

Fonte: Elaborada pelo autor

O índice de Liquidez Imediata mostra a capacidade da empresa em pagar as dívidas no curto prazo em condições de serem liquidadas imediatamente, ou seja, apenas com as disponibilidades.

Com base na Tabela 5, podemos identificar que a média dos resultados de liquidez imediata apresenta valores mais baixos comparados com os demais índices de liquidez. Esse resultado normalmente é baixo devido ao desinteresse das empresas em alocar recursos em caixa ou disponibilidades, principalmente por serem ativos de baixa rentabilidade.

A média deste índice para as empresas listadas é 0,38 e 0,13 para as empresas não listadas. Para as empresas do mercado tradicional, a média ficou abaixo de 1, o que não é recomendado para os índices em geral. Porém, como esse índice, em particular, leva em consideração as disponibilidades de curtíssimo prazo, esse valor não é um resultado baixo.

Analisando a mediana, isoladamente, observa-se que os resultados são muito baixos, de 0,17 para as empresas listadas e 0,04 para as do mercado tradicional, isto é, 50% das empresas estão abaixo desses índices, bem distantes de cobrirem o total de suas dívidas de curto prazo.

Se estes resultados fossem encontrados nos cálculos dos índices anteriores, seriam alarmantes. Mas, como se trata de um índice que normalmente apresenta números mais baixos, deve-se sempre analisar, principalmente, a liquidez imediata em conjunto com os demais índices de liquidez, para que a análise seja mais confiável e traduza a realidade da empresa.

Percebe-se que os valores mínimos e máximos de cada um dos grupos de empresas analisados também estão muito dispersos assim como na liquidez corrente, por exemplo, nas empresas não listadas, variam de 0,00 a 1,20, o que traduz em assimetria no resultado das empresas neste índice, que também é observada nos outros índices analisados.

Pode-se observar que as empresas listadas em níveis diferenciados apresentam resultados positivos e superiores aos das empresas do mercado tradicional em todos os índices de liquidez analisados, ratificando o desempenho financeiro superior das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa sobre as listadas no mercado tradicional.

Tabela 5 – Liquidez Imediata

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,38496	0,13374
Máximo	3,71291	1,20533
Mínimo	0,00000	0,00000
Desvio Padrão	0,58241	0,21949
Mediana	0,17439	0,04020
Coefficiente de Variação	1,51291	1,64116

Fonte: Elaborada pelo autor

O indicador de Participação de Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais das empresas listadas NDGC, em média, foi de 29,87%, enquanto o das empresas do mercado tradicional foi de 43,68%, de acordo com a Tabela 6. Este indicador retrata a dependência da

empresa em relação aos recursos externos, isto é, quanto menor esse índice, melhor para a empresa. Para as empresas com alta porcentagem neste índice, torna-se difícil a concessão de empréstimos a essas empresas pelas instituições financeiras.

No entanto, ressalta-se que a mediana das empresas não listadas é 29,92%, resultado bem próximo da média das empresas do nível 1,2 e novo mercado. O coeficiente de variação das empresas do mercado tradicional é 0,89, o que demonstra existir dispersão nos dados analisados, uma vez que a mediana chegou a apenas 29,92% e a média, a 43,68%.

Nesse sentido, nota-se grande variação dos valores de mínimo e máximo, principalmente nas empresas não listadas nos níveis diferenciados, isso mostra que essas empresas apresentam resultados bem diferentes no cálculo do grau de endividamento total da empresa frente aos recursos aportados pelos sócios.

As empresas de nível 1, 2 e novo mercado obtiveram resultados positivos em comparação com as do mercado tradicional, apresentando um índice bem inferior aos das demais empresas.

Tabela 6 – Participação de Capital de Terceiros sobre Recursos Totais

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,29871	0,43681
Máximo	0,93432	2,68131
Mínimo	0,04987	0,03662
Desvio Padrão	0,24482	0,38999
Mediana	0,20683	0,29925
Coeficiente de Variação	0,81959	0,89281

Fonte: Elaborada pelo autor

O índice de Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros mensura o volume de recursos próprios da empresa em relação à dívida total. Logo, quanto maior for o resultado obtido, melhor para a empresa. Com base na Tabela 7, o resultado deste indicador é, em média, 3,55 para as empresas listadas em NDGC, enquanto para as empresas do mercado tradicional é 2,07.

Observa-se que os valores mínimos e máximos encontrados na análise de ambos os grupos foi bastante disperso, o que ocasiona um alto desvio padrão entre os dados analisados.

A mediana das empresas listadas é 2,58, enquanto das empresas não listadas em níveis diferenciados é 1,09. Isso ratifica uma grande variabilidade entre os dados, pois 50% das

empresas listadas e não listadas tiveram resultados deste índice abaixo de 2,58 e 1,09, respectivamente.

O coeficiente de variação das empresas do mercado tradicional é 1,75 e, das empresas NDGC, é 0,94. Esses valores não são os maiores encontrados nas análises feitas até aqui, mas confirmam que os dados analisados são muito heterogêneos. Conclui-se que o grupo das empresas listadas em níveis diferenciados apresenta resultado superior ao das empresas do mercado tradicional.

Tabela 7 – Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	3,54957	2,07269
Máximo	15,08765	21,91173
Mínimo	0,06990	-4,99266
Desvio Padrão	3,33474	3,62336
Mediana	2,58005	1,08628
Coeficiente de Variação	0,93948	1,74815

Fonte: Elaborada pelo autor

A Composição de Endividamento das empresas listadas em níveis diferenciados foi, em média, 92,78%, enquanto o das empresas do mercado tradicional foi de 93,20%, como demonstrado na Tabela 8. Isso revela que, a maioria das empresas, de ambos os grupos, opera mais com dívidas de curto prazo, o que aumenta a dificuldade na obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras e pode ser prejudicial caso ocorra alguma instabilidade no mercado.

O coeficiente de variação é praticamente idêntico nos dois grupos de empresas, assim como em todos os valores deste índice, e que os dados analisados são mais simétricos. Nota-se que a maioria das empresas tem grande parte das dívidas vencendo no curto prazo.

Observando a Tabela 8, nota-se que a mediana para os dois grupos é 1, isto é, metade das empresas de ambos os grupos apresenta este índice no valor máximo, apresentando 100% de suas dívidas no curto prazo. As variações nos valores de mínimo e máximo mostram que existem empresas trabalhando com baixo índice de endividamento em curto prazo. Por exemplo, o mínimo das empresas do mercado tradicional é 15,97% e 9,57% para as empresas listadas NDGC.

As empresas listadas em níveis diferenciados Bovespa continuam com resultados superiores, como em todos os índices analisados anteriormente, o que ressalta o impacto positivo das melhores práticas de governança corporativa no resultado destas empresas.

Tabela 8 – Composição de Endividamento

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,92785	0,93201
Máximo	1,00000	1,00000
Mínimo	0,15969	0,09575
Desvio Padrão	0,16855	0,18003
Mediana	1,00000	1,00000
Coefficiente de Variação	0,18165	0,19317

Fonte: Elaborada pelo autor

De acordo com a Tabela 9, o retorno sobre o ativo das empresas listadas em NDGC é de 7,33%, e nas empresas do mercado tradicional, considerando a média do grupo analisado, o resultado foi 1,23%. Quanto maior o resultado desse índice, melhor, pois revela quanto a empresa obtém de lucro sobre o investimento total. Identifica-se que algumas empresas estão apresentando este índice negativo, resultando de prejuízo acumulado no período analisado.

A variação dos resultados deste índice é bem elevada, principalmente nas empresas do mercado tradicional, que pode ser confirmada com base no coeficiente de variação de 13,64.

A mediana encontrada confirma a ideia de que boa parte das empresas de ambos os grupos analisados está com a rentabilidade sobre os investimentos negativa, pois esse retorno líquido é o objetivo principal que a empresa espera obter para saldar seus compromissos e remunerar sócios e acionistas.

Tabela 9 – Taxa de Retorno sobre Investimentos

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,07333	0,01237
Máximo	0,86506	0,87128
Mínimo	-0,15973	-0,52049
Desvio Padrão	0,11328	0,16879
Mediana	0,05954	0,03295
Coefficiente de Variação	1,54485	13,64649

Fonte: Elaborada pelo autor

O retorno sobre o patrimônio líquido mensura o montante produzido pelo total dos recursos aplicados por acionistas e sócios na empresa, isto é, quanto maior essa taxa, mais os sócios recebem de retorno da empresa.

Com base na Tabela 10, este índice apresentou uma média de 14,82% para as empresas listadas nos níveis diferenciados, enquanto para as empresas do mercado tradicional a média foi 10,64%.

A mediana deste índice apresentou resultado similar para os dois grupos de empresas, sendo esses valores mais próximos da média encontrada para as empresas listadas em algum nível diferenciado de governança corporativa, isto é, estas empresas apresentam um resultado mais favorável do que as demais.

Assim como os outros índices calculados, os indicadores de rentabilidade têm resultados que variam bastante, até mesmo na análise de um mesmo grupo de empresas. A amplitude elevada também confirma essa alta dispersão. Mas, observa-se que as empresas listadas em níveis diferenciados Bovespa continuam obtendo resultados superiores aos das companhias listadas no mercado tradicional.

Tabela 10 – Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,14818	0,10638
Máximo	2,14259	3,80536
Mínimo	-0,46141	-5,05005
Desvio Padrão	0,27734	0,69293
Mediana	0,12522	0,11501
Coefficiente de Variação	1,87163	6,51364

Fonte: Elaborada pelo autor

O indicador Lucro por Ação estima a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação da empresa. Ressalta-se que ele não mensura quanto cada acionista irá receber, pois essa distribuição é determinada pela política de dividendos adotada pela empresa. Sabe-se que o Lucro por Ação é calculado através da divisão do lucro, ou prejuízo líquido do exercício, pelo número de ações que compõem o Capital Social da empresa. Logo, quanto maior esse índice melhor para os acionistas da empresa.

De acordo com a Tabela 11, a média deste índice para as empresas listadas e empresas não listadas é 0,62 e 0,53, respectivamente. Considerando a média desse índice, verifica-se que o resultado das empresas do mercado tradicional continua inferior ao das empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa.

Percebe-se que os valores mínimos e máximos de cada um dos grupos de empresas analisados também estão muito dispersos, assim como na maioria dos índices analisados até o

momento. O coeficiente de variação do LPA para as empresas listadas NDGC é 1,31, já para as empresas não listadas é 3,27.

Analisando a mediana, observa-se que, nas empresas listadas em níveis diferenciados, o valor encontrado é de 0,54, enquanto nas empresas não listadas é de 0,17. As empresas listadas apresentam dados mais uniformes do que as demais empresas analisadas, pois, apesar do intervalo entre o valor máximo e mínimo ter uma alta amplitude, apresenta a mediana com valor próximo ao da média, um ponto positivo para esse grupo de empresa.

Pode-se observar que devido à variação dos resultados das empresas individualmente, a mediana teve resultado bem inferior ao da média, isto é, as empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa obtiveram, neste índice, resultado mais uniforme e superior ao das empresas listadas no mercado tradicional.

Tabela 11 – Índice Lucro por Ação

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	0,62225	0,52938
Máximo	3,87816	9,43332
Mínimo	-1,16751	-4,48290
Desvio Padrão	0,81756	1,73219
Mediana	0,54099	0,17201
Coeficiente de Variação	1,31389	3,27213

Fonte: Elaborada pelo autor

O índice Preço por Lucro estima o tempo de retorno e é bastante utilizado por investidores no processo de análise de compra de ações. É calculado pela relação entre o preço de aquisição da ação e o seu lucro unitário anual, ou lucro por ação.

Com base na Tabela 12, identifica-se a maior variação entre os valores mínimo e máximo encontrados em todos os índices analisados. Esses valores retratam a dispersão encontrada nos dados e confirmada pelo desvio padrão de ambos os grupos analisados.

O coeficiente deste índice para as empresas listadas é 1,13, já para as empresas não listadas é 2,69. O resultado da análise de dados é ainda mais heterogêneo do que no índice Lucro por Ação, confirmando a existência de uma alta variabilidade nos dados.

Na Tabela 12, a média do índice P/L das empresas listadas em NDGC é 9,80, enquanto nas empresas do mercado tradicional é apenas 4,15, resultado superior das empresas listadas nos segmentos da Bovespa.

O resultado das medianas das empresas listadas foi positivo, de 9,60, bem próximo à média obtida. Nas empresas do mercado tradicional, o resultado é inferior, e mais de 50% dessas empresas não apresentam resultado positivo nesse indicador financeiro.

Tabela 12 – Índice Preço por Lucro

	Empresas listadas NDGC	Empresas do mercado tradicional
Média	9,79735	4,14628
Máximo	33,00000	34,90000
Mínimo	-31,30000	-33,80000
Desvio Padrão	11,03301	11,14461
Mediana	9,60000	4,80000
Coefficiente de Variação	1,12612	2,68786

Fonte: Elaborada pelo autor

Ressalta-se que o P/L não pretende fazer nenhuma projeção, muito menos estabelecer tendências futuras do mercado. Trata-se de um índice estático que deve ser analisado na data de sua apuração, e não para períodos futuros.

4.3 Sumário de Resultados

Com base na análise dos resultados realizada na seção anterior, um sumário de resultados composto pelas médias das empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa e das empresas do mercado tradicional foi elaborado.

De acordo com a Tabela 13, as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentaram resultado superior em todos os índices de liquidez analisados, que indica uma capacidade de pagamento superior destas empresas tanto no curto como no longo prazo.

Tabela 13 – Resultados dos Índices de Liquidez

Índices	Média das Empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa	Média das Empresas listadas no mercado tradicional
Liquidez Corrente	1,55278	1,19612
Liquidez Seca	1,36629	0,99809
Liquidez Geral	2,12816	1,64947
Liquidez Imediata	0,38496	0,13374

Fonte: Elaborada pelo autor

Analisando a Tabela 14, as empresas listadas no mercado tradicional obtiveram resultado inferior em todos os indicadores avaliados. Os índices de endividamento mensuram a quantidade e qualidade das dívidas contraídas pelas empresas. Logo, pode-se afirmar que as

empresas listadas em níveis diferenciados têm uma estrutura de capital superior a das demais empresas.

Tabela 14 – Resultados dos Índices de Endividamento

Índices	Média das Empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa	Média das Empresas listadas no mercado tradicional
Participação de Capital de Terceiros sobre Recursos Totais	0,29871	0,43681
Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros	3,54957	2,07269
Composição de Endividamento	0,92785	0,93201

Fonte: Elaborada pelo autor

Os índices de rentabilidade estimam o tempo de retorno do capital utilizado pela empresa, tanto para investimentos em ativo como a aplicação dos recursos dos proprietários da empresa. Com base na Tabela 15, as empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa, assim como nos índices de liquidez e endividamento, apresentam resultado superior ao das empresas listadas no mercado tradicional.

Tabela 15 – Resultados dos Índices de Rentabilidade

Índices	Média das Empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa	Média das Empresas listadas no mercado tradicional
Taxa de Retorno sobre Investimentos	0,07333	0,01237
Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido	0,14818	0,10638

Fonte: Elaborada pelo autor

Na Tabela 16 está localizado o Lucro por Ação, um dos mais importantes indicadores utilizados na avaliação da companhia, indica quanto é a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação da empresa maior do que nas empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa. Neste indicador, as empresas do mercado tradicional continuam apresentando resultado inferior ao das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa, assim como nos demais índices analisados.

No indicador Preço por Lucro, que estima o tempo de retorno dos investimentos realizados nessas empresas por seus acionistas e seus proprietários, as empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa tiveram resultado superior ao das empresas do mercado tradicional. Este índice é utilizado atrelado a uma análise das perspectivas da empresa, caso apresente um resultado baixo comparado com o seu valor histórico, pode indicar uma boa compra para os investidores.

Tabela 16 – Resultados dos Índices LPA e P/L

Índices	Média das Empresas listadas em níveis diferenciados da Bovespa	Média das Empresas listadas no mercado tradicional
Lucro por Ação	0,62225	0,52938
Preço por Lucro	9,79735	4,14628

Fonte: Elaborada pelo autor

Após a análise destas tabelas, pode-se concluir que as empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa e estão listadas em níveis diferenciados da BM&FBOVESPA apresentam resultados superiores aos das empresas listadas no mercado tradicional em todos os índices analisados nesta pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo realizou um levantamento sobre as principais práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. A entrada destas empresas na bolsa de valores facilita a captação de recursos de novos investidores, embora os *stakeholders* necessitem de uma comunicação aprimorada entre a empresa e o mercado.

A visibilidade de uma empresa no mercado está diretamente relacionada ao desempenho corporativo apresentado. A adoção de boas práticas de Governança Corporativa é uma sinalização positiva para o mercado, pois demonstra mais empenho em ter uma elevada qualidade de gestão da empresa e atingir resultados financeiros superiores.

Na análise dos indicadores de liquidez, que mostram a situação financeira da empresa e procura medir o quanto ela é ou não sólida, observou-se que ambos os grupos de empresas analisados apresentaram resultado positivo e boa capacidade de pagar suas dívidas. Entretanto, destaca-se que as empresas integrantes dos níveis diferenciados tiveram resultados mais homogêneos e médias superiores em todos os índices de liquidez.

No que se refere aos indicadores de endividamento, isto é, no que tange a estrutura de capital da empresa, os resultados foram praticamente similares nos índices de Garantia de Capital Próprio ao Capital de Terceiros e Composição de Endividamento. Identificou-se ainda a superioridade nos resultados por parte das empresas listadas nos NDGC.

Ressalta-se que no índice de Participação de Capital de Terceiros sobre os Recursos totais, que mensura a qualidade da dívida das empresas, as empresas listadas em níveis diferenciados apresentaram um resultado bastante superior às demais. O baixo desempenho das empresas listadas no mercado tradicional pode resultar em dificuldades para a empresa conseguir gerar recursos e liquidar suas obrigações de curto prazo em tempo suficiente.

Nos índices de rentabilidade, a análise demonstra que há uma grande variabilidade entre as empresas analisadas. Apesar disso, as empresas de nível 1, 2 e novo mercado continuaram apresentando resultados superiores aos das empresas do mercado tradicional. Esta superioridade, de certa forma, pode provocar maior interesse de investidores nessas empresas ao invés das empresas não listadas em níveis diferenciados.

Ainda foram analisados os índices lucro por ação e preço por lucro, que, respectivamente, estimam a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação e o tempo de retorno do investimento realizado na empresa. Em ambos os indicadores analisados, as

empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentaram resultados superiores aos das empresas do mercado tradicional..

Corroborando com os estudos de Carvalho (2003) e Byard et al (2006) e confirmando a hipótese desta pesquisa, conclui-se que as empresas listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa, apresentam resultados financeiros superiores às demais, podendo a adoção dessas empresas às boas práticas de Governança Corporativa gerar um impacto positivo no desempenho financeiro destas empresas.

O aprimoramento desta pesquisa poderá ser alcançado com maior abrangência de períodos, acréscimo de outras variáveis associadas à Governança Corporativa, além da utilização de testes estatísticos que utilizem modelos econométricos. Desta forma, novos estudos poderão ampliar e melhorar os estudos relacionados ao mercado das empresas de capital aberto, observando a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e sua respectiva influência nos resultados das empresas.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A., CORRAR, L., BATISTELLA, F. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n.4, 2004.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico: elaboração de trabalhos na graduação**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos conceitos e históricos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BOGONI, Nadia M.; ZONATTO, Vinícius C. da S.; ISHIKURA, Edison R. & FERNANDES, Francisco Carlos. Proposta de um modelo de relatório de administração para o setor público baseado no parecer de Orientação n. 15/87 da Comissão de Valores Mobiliários: um instrumento de governança corporativa para a administração pública. **Revista de Administração Pública**, v. 44, n. 1, p. 119-142, Rio de Janeiro, jan./fev. 2010.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 22 dez. 2012.
- BRIDGER, Graciela V. **Governança corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de governança sobre o valor do mercado de capitais brasileiro**. 2006. 54 p. Dissertação (Mestrado em Finanças) - Fundação Getúlio Vargas, 2006. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/289>>. Acesso em: 23 dez. 2012.
- BRITO, Giovani Antônio Silva; NETO, Alexandre Assaf. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 18-29, jan/abril 2008. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/46/giovani-alexandre-pg18a29.pdf>> Acesso em: 15 out. 2013.
- BYARD, Donal; LI, Ying; WEINTROP, Joseph. Corporate governance and the quality of financial analysts' information. **Journal of Accounting and Economics**, n. 25, p. 609, 2006.
- CAMPOS, Gabriel Moreira; SCHERER, Luciano Márcio. Lucro por Ação. **Revista Contabilidade & Finanças FIPECAFI – FEA - USP**, São Paulo, v.15, n.26, p. 81 – 94, maio/agosto 2001.
- CARVALHO, A. Governança Corporativa no Brasil em perspective. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**, São Paulo, v.37, n.3, 2003.

CARVALHO, José Ribamar Marques de. **Medição de desempenho empresarial: um estudo nas organizações do setor salineiro no estado do Rio Grande do Norte**. 2007. 99.f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-Institucional e Inter-Regional da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2007.

CERVO, Amado; BERVIAN, Pedro. **Metodologia Científica**. 3. ed. São Paulo: Mc Graw-Hill do Brasil, 1983.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>> Acesso em: 22 dez. 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2. ed. 1. reimp. Porto Alegre: Bookman, 2006.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GODOY, Arilda Schmidt. **Pesquisa Qualitativa: tipos fundamentais**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, v. 35, n.3, 1995.

HITT, A. M.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração Estratégica: competitividade e globalização**. 2. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2008.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Guia das Melhores Práticas de Governança para Fundações e Institutos Empresariais**. 4. ed. São Paulo, 2009.

_____. **Princípios de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JACOBSON, Dax. Revisiting IT Governance in the Light of Institutional Theory. In: 42TH HAWAII INTERNATIONAL CONFERENCE ON SYSTEM SCIENCES (HICSS), 2009. Disponível em: <<http://www.computer.org/csdl/proceedings/hicss/2009/3450/00/09-10-02.pdf>> Acesso em: 22 fev. 2013.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-60, Oct. 1976.

JOHNSON, G; SCHOLLES, K; WHITTINGTON, R. **Explorando a estratégia corporativa**. 7. ed. Porto Alegre, Bookman, 2007.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/gov-corp/lanzana-2004.pdf>> Acesso em: 14 jan. 2013.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco et al. Influência do *Disclosure* Voluntário no Custo de Capital de Terceiros. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E

CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. Anais eletrônicos... São Paulo: USP. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/11.pdf>> Acesso em: 14 jan. 2013.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações financeiras: contabilidade empresarial**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de balanços**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Os princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>>. Acesso em: 22 dez. 2012.

PEREIRA, Carlos Alberto. **Avaliação de resultados e desempenhos**. In: CATELLI, Armando (Coord.). **Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – GECON**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 196 – 267.

RODRIGUES, Auro de Jesus. **Metodologia Científica**. 1. ed. São Paulo: Avercamp, 2006.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. 6. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, Sabrina Soares Da.; FERREIRA, Patrícia Aparecida. Estratégias de gestão financeira para a criação e destruição de valor. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. Anais eletrônicos... São Paulo: USP. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/406.pdf>> Acesso em: 14 jan. 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SOLOMON, Jill. **Corporate Governance and Accountability**. 3. ed. UK: John Wiley & Sons Ltd, 2010. Disponível em: <<http://books.google.com.br>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Editora Gente, 2003.

TRICKER, Bob. **Corporate governance: Principles, policies and practices**. 2. ed. USA: OUP Oxford, 2012. Disponível em: <<http://books.google.com.br>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em Administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

VIEIRA, Paiva Solange; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Organizações em contexto**, São Paulo, v.2, n.3, jan. / jun. 2006. Disponível em:

<<https://www.metodista.br/revistas/revistas-metodista/index.php/OC/article/view/1316/1334>>
Acesso em: 17 jan. 2013.

WALKER, David. **A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities**. Disponível em: <

http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf>. Acesso em: 23 dez. 2012.

YAMAMOTO, Marina M.; MALACRIDA, M. J. C.. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v.3, p. 65 – 79, 2006.

ZOLET, João Paulo; LOZECKYI, Jeferson. Concessão de crédito para micro e pequena empresa. **Revista Eletrônica Lato Sensu**. N.1, jul. 2007. Disponível em:

<http://web03.unicentro.br/especializacao/Revista_Pos/P%C3%A1ginas/2%20Edi%C3%A7%C3%A3o/Aplicadas/PDF/9-Ed2_CS-Concess.pdf> Acesso em: 17 jan. 2013.