

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA  
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

**MÁRCIA ALMEIDA CHIAPPIN**

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA  
E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:  
UMA ANÁLISE EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

**CAXIAS DO SUL  
2016**

**MÁRCIA ALMEIDA CHIAPPIN**

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA  
E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:  
UMA ANÁLISE EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Linha de pesquisa: Inovação e Competitividade

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Maria Emília Camargo

**CAXIAS DO SUL**

**2016**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)  
Universidade de Caxias do Sul  
UCS - BICE - Processamento Técnico

C532r Chiappin, Márcia Almeida, 1973-  
Relação entre governança corporativa e desempenho econômico-  
financeiro : uma análise em empresas listadas na BM&FBOVESPA /  
Márcia Almeida Chiappin. – 2016.  
80 f. : il. ; 30 cm

Apresenta bibliografia.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade de Caxias do Sul, Programa  
de Pós-Graduação em Administração, 2016.  
Orientação: Profa. Dra. Maria Emília Camargo.

1. Governança corporativa. 2. Administração financeira. 3.  
Administração de empresas. 4. Bolsa de Valores de São Paulo. I. Título.

CDU 2. ed.: 005.5

Índice para o catálogo sistemático:

1. Governança corporativa	005.5
2. Administração financeira	005.915
3. Administração de empresas	658
4. Bolsa de Valores de São Paulo – São Paulo (SP)	336.76(815.6)

Catalogação na fonte elaborada pela bibliotecária  
Roberta da Silva Freitas – CRB 10/1730

**MÁRCIA ALMEIDA CHIAPPIN**

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA  
E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO:  
UMA ANÁLISE EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Caxias do Sul, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Linha de pesquisa: Inovação e Competitividade

**Aprovada em: 31/03/2016.**

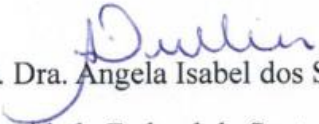
**Banca Examinadora**


  
Profa. Dra. Maria Emilia Camargo (orientadora)


Universidade de Caxias do Sul

  
Prof. Dr. Gabriel Vidor

Universidade de Caxias do Sul

  
Profa. Dra. Angela Isabel dos Santos Dullius  
Universidade Federal de Santa Maria

  
Profa. Dra. Angela Pellegrin Ansuj  
Universidade Federal de Santa Maria

  
Prof. Dr. Antonio Jorge Fernandes  
Universidade de Aveiro

Dedico este trabalho à minha família, principalmente meu marido Rodrigo Chiappin e meu filho Mateus Almeida Chiappin pela paciência e compreensão.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus, que guia, acompanha e ilumina o meu caminho.

À minha família, que me deu apoio e incentivo nas horas difíceis e principalmente pela compreensão das minhas horas de ausência.

À minha orientadora, Professora Dr<sup>a</sup> Maria Emília Camargo, pela competência e disposição em prontamente contribuir para que esta pesquisa fosse realizada e também pelas suas correções e incentivos.

A todos os meus professores por me incentivarem na busca pelo conhecimento, principalmente ao Professor Dr. António Jorge Fernandes e Professor Dr. Gabriel Vidor.

Aos membros da Banca Examinadora pelas suas ponderações.

Ao Grupo FSG, em especial ao Professor Ms. João Dal Bello e Professor Ms. Adriano Pistore, pelo incentivo, apoio e compreensão nesta importante etapa da minha vida.

Aos amigos, colegas de trabalho que fizeram parte da minha trajetória e que continuarão presentes em minha vida.

Enfim, a todos que direta ou indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigada.

## RESUMO

Empresas são organizações complexas e no decurso da sua atividade interagem com várias partes interessadas, mas nem sempre esses interesses são convergentes com os da própria organização. Os gestores contratados são os principais agentes, responsáveis pela harmonização desses interesses, mas de acordo com a Teoria da Agência, também são parte interessada. A Governança Corporativa (GC) exerce um papel fundamental nestes cenários de conflitos, ao introduzir incentivos de controle e monitoramento, com mecanismos para gerenciá-los. Estudos buscam entender se a adoção de boas práticas de Governança Corporativa, além de auxiliar na solução dos conflitos de agência, conduz as empresas a uma melhora no desempenho, principalmente no desempenho econômico-financeiro. Neste sentido, o estudo objetivou verificar a relação entre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas. Para buscar tal evidência foram analisadas empresas de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, pertencentes aos segmentos de mercado Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados, nos anos 2010 a 2014. A amostra totalizou vinte e cinco empresas e essas foram divididas em dois grupos, para cada segmento de mercado, a fim de possibilitar a comparação dos desempenhos, um grupo denominado Empresas com Boas Práticas de GC, composto pelas empresas com adesão aos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA: Novo Mercado, Nível Dois e Nível Um e o outro grupo denominado Empresas Tradicionais e Outras, composto pelas empresas sem adesão. O desempenho foi mensurado através dos indicadores ROA, ROI, ROE, Margem EVA e Margem EBITDA. Para comparar os desempenhos, primeiramente, foi realizada a estatística descritiva, após foi testada a normalidade dos dados através do teste de Shapiro Wilk e a homogeneidade das variâncias pelo teste de Levene e as comparações entre os dois grupos foi realizada pelo Teste t e análise de variância ao nível de significância de 5%. Nos segmentos Papel e Celulose e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados não foram constatadas evidências de desempenho superior de um grupo em relação ao outro. Porém, no segmento Material Rodoviário a maioria dos indicadores apontaram desempenho superior do grupo das empresas com boas práticas de Governança Corporativa. Assim, o estudo suportou parcialmente a indicação de desempenho econômico-financeiro superior das empresas com boas práticas de Governança Corporativa em relação às demais. Apesar dos resultados não apresentarem uma conclusão unânime, convergem com outros estudos realizados no Brasil, restando aprofundar, em pesquisas futuras, se o desempenho superior encontrado nesse segmento pode ser atribuído à Governança Corporativa e não a outros fatores.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Boas práticas. Desempenho econômico-financeiro.

## ABSTRACT

Companies are complex organizations and in the course of their activity they interact with many stakeholders, but it is not always that these interests are converging with the organization's own interests. The hired managers are the main agents, responsible for the harmonization of these interests, but according to the Agency Theory, they are also interested party. The Corporate Governance (CG) plays a key role in these conflict scenarios by introducing control and monitoring incentives, having mechanisms to manage them. Studies seek to understand if the adoption of good Corporate Governance practices, besides helping to solve agency conflicts, it leads companies to a performance boost, especially in the economic and financial sectors. Hence, the study aimed to investigate the relationship between the adoption of good Corporate Governance practices and financial performance of companies. To search such evidence were examined open capital companies listed at BM&FBOVESPA belonging to the segments of Pulp and Paper, Road Materials and commerce of Textiles, Clothing and Footwear in the years 2010 until 2014. The sample consisted of twenty-five companies and these companies were divided in two groups, for each market segment in order to enable comparison of performances, a group called Companies with good CG practices, composed by companies adhering to the listing segment of BM&FBOVESPA: Novo Mercado, Nível Dois e Nível Um and another group called Empresas Tradicionais e Outras, composed by companies without adhesion. The performance was measured through the following indicators: ROA, ROI, ROE, EVA Margin and EBTIDA Margin. Firstly, to compare the performances, it was used descriptive statistics and hypothesis tests t. After, the normality of data was tested by the Shapiro Wilk test and homogeneity of the variances was tested by Levene's test and the comparisons between two groups was accomplished by Test T and the analyses of variance at the significance level of 5%. In the segments of Pulp and Paper, commerce of Textiles, Clothing and Footwear, it was not found evidence of superior performance of a group over another. However, in the segment of Road Material most of the indicators showed superior performance of the group with good practices. Thus, the study has only partially supported the indication of superior financial and economic performance of the companies with good Corporate Governance practices in relation to others. Although the results do not show a unanimous conclusion, they converge with other researches conducted in Brazil, leaving further in future researches, if the superior performance found can be assigned to Corporate Governance and not to other factors.

**Keywords:** Corporate Governance. Best practices. Economic and Financial Performance.



## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Evolução do tema Governança Corporativa .....	21
Figura 2 – Estrutura de Controle das Empresas .....	41
Figura 3 – Estrutura de propriedade das empresas .....	41
Figura 4 – Etapas da Pesquisa .....	48

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil.....	33
Quadro 2 – Uma Síntese das melhores práticas de Governança Corporativa recomendadas pelo IBGC.....	36
Quadro 3 – Comparativo dos segmentos de listagem .....	39
Quadro 4 – Empresas Seleccionadas Estratificadas por Grupo .....	49
Quadro 5 – Análise do ROA – Retorno sobre o Ativo.....	52
Quadro 6 – Análise do ROI – Retorno sobre o Investimento.....	54
Quadro 7 – Análise do ROE – Retorno sobre o PL.....	56
Quadro 8 – Análise Margem EVA – Valor Econômico Agregado .....	58
Quadro 9 – Análise Margem EBITDA.....	60
Quadro 10 – Indicadores - Média dos Grupos.....	62

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR's	<i>American Depositary Receipts</i> (Certificado de Depósito Americano)
AMEC	Associação de Investidores no Mercado de Capitais
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CAE	Comitê de auditoria Estatutário
CAF	Comitê de Aquisições e Fusões
CCP	Custo do Capital Próprio
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> (Diretor Executivo)
CG	Governança Corporativa
CT	Capital Total Investido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
EVA	<i>Economic Value Added</i> (Valor Econômico Agregado)
FRC	<i>Financial Reporting Council</i>
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> (Normas e Padrões Internacionais de Contabilidade)
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial de Ações)
LAJIDA	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LOLAI	Lucro Operacional Líquido Após os Impostos
MVA	<i>Market Value Added</i> (Valor de Mercado Agregado)
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i> (Resultado Operacional Líquido Depois dos Impostos)
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i> (Bolsa de Valores de Nova York)
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico)
ON	Ações Ordinárias Nominativas
OPA	Oferta pública de aquisição de ações
PL	Patrimônio Líquido
PN	Ações Preferenciais Nominativas
ROA	<i>Return on Assets</i> (Taxa de Retorno sobre o Ativo)
ROE	<i>Return on Equity</i> (Taxa de Retorno do Patrimônio Líquido)

ROIC	<i>Return on Invested Capital</i> (Taxa de Retorno sobre o Investimento)
S.A.	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>
TA	Teoria da Agência
TRI	Taxa de Retorno sobre o Investimento
TRPL	Taxa de Retorno do Patrimônio Líquido
VAM	Valor Agregado de Mercado
VEA	Valor Econômico Agregado
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Custo de Capital Médio Ponderado)

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA .....	15
1.2	OBJETIVOS .....	16
<b>1.2.1</b>	<b>Objetivo geral.....</b>	<b>16</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Objetivos específicos .....</b>	<b>16</b>
1.3	RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DA PESQUISA .....	16
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO .....	19
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>20</b>
2.1	INÍCIO DAS SOCIEDADES ACIONÁRIAS DE CAPITAL ABERTO .....	22
2.2	TEORIA DA AGÊNCIA .....	22
2.3	SURGIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
2.4	CONCEITOS E PRINCIPAIS MARCOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA... 25	
<b>2.4.1</b>	<b>Robert Monks: um acionista ativista em defesa dos direitos de propriedade.....</b>	<b>26</b>
<b>2.4.2</b>	<b>O <i>Cadbury Report</i> .....</b>	<b>27</b>
<b>2.4.3</b>	<b>Os princípios da <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (OECD).....</b>	<b>29</b>
<b>2.4.4</b>	<b>A Lei <i>Sarbanes-Oxley</i> (SOX).....</b>	<b>31</b>
2.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	32
<b>2.5.1</b>	<b>Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC.....</b>	<b>35</b>
<b>2.5.2</b>	<b>Níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&amp;FBOVESPA.....</b>	<b>36</b>
2.6	ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO BRASIL .....	40
2.7	INDICADORES DE DESEMPENHO .....	42
<b>2.7.1</b>	<b>ROA .....</b>	<b>43</b>
<b>2.7.2</b>	<b>ROI.....</b>	<b>43</b>
<b>2.7.3</b>	<b>ROE.....</b>	<b>44</b>
<b>2.7.4</b>	<b>EVA.....</b>	<b>44</b>
<b>2.7.5</b>	<b>EBITDA .....</b>	<b>46</b>
<b>3</b>	<b>MÉTODO DA PESQUISA .....</b>	<b>47</b>
3.1	CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA .....	47
3.2	MÉTODO DE ANÁLISE.....	47
3.3	POPULAÇÃO E COLETA DOS DADOS .....	48

<b>4</b>	<b>RESULTADOS DA PESQUISA .....</b>	<b>51</b>
4.1	CRITÉRIOS GERAIS UTILIZADOS NA APURAÇÃO E ANÁLISE DOS INDICADORES .....	51
4.2	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO RETORNO DO ATIVO (ROA).....	52
4.3	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO ROI OU RETORNO SOBRE O INVESTIMENTO .....	53
4.4	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO ROE OU RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO .....	55
4.5	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DA MARGEM EVA OU VALOR ECONÔMICO AGREGADO.....	57
4.6	INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DA MARGEM EBITDA .....	59
4.7	SÍNTESE DOS RESULTADOS DA PESQUISA .....	61
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>63</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>66</b>
	<b>APÊNDICE A – MÉDIA ROA POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO .....</b>	<b>72</b>
	<b>APÊNDICE B – MÉDIA ROI POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO</b>	<b>73</b>
	<b>APÊNDICE C – MÉDIA ROE POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO .....</b>	<b>74</b>
	<b>APÊNDICE D – MÉDIA MARGEM EVA POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO .....</b>	<b>75</b>
	<b>APÊNDICE E – MÉDIA MARGEM EBTIDA POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO .....</b>	<b>76</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As discussões sobre Governança Corporativa (GC) vêm ganhando espaço, devido à sua importância para o fortalecimento das empresas, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais. De acordo com *Organisation for Economic Co-operation and Development* OECD (2004), Silva e Leal (2007), Rossetti e Andrade (2012), Silva (2012), CVM (2014) a Governança Corporativa introduz um conjunto de práticas que objetivam otimizar o desempenho organizacional, além de favorecer a longevidade ao proteger todas as partes interessadas, como acionistas, empregados e credores.

Estudos têm mostrado que em ambientes com maior proteção ao investidor, o mercado de capitais tem desenvolvimento superior (LA PORTA et al., 1997; LA PORTA et al., 2000; KLAPPER; LOVE, 2002). Em países emergentes, como o Brasil, as leis de proteção ao investidor ainda são insuficientes para garantir um ambiente de maior confiança (SILVA, 2012).

Para Prahalad (2005) a transparência é fundamental para a evolução dos mercados de capitais. A transparência resulta de regras claramente impostas que podem ser amplamente compreendidas. Em países que são arbitrários e autoritários, as leis não existem e as que existem, não são impostas. Não basta apenas ter leis escritas, se não existir um modo de as implementar na prática, por meio de sistemas micro reguladores.

No Brasil, a partir de meados da década de 1990, a aceleração do movimento de abertura da economia estimulou a iniciativa de investidores estrangeiros no mercado de capitais do país. Algumas empresas brasileiras começaram a listar suas ações em mercados externos como a *New York Stock Exchange*, sob a forma de ADR's – *American Depositary Receipts*, objetivando a capitalização das empresas no exterior. Ao listar as ações nas bolsas americanas, as empresas de capital aberto brasileiras obrigaram-se a cumprir as regras impostas pelo órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, o *Securities and Exchange Commission* (SEC). Desde então, as companhias abertas brasileiras passaram a conviver com investidores mais exigentes e sofisticados, acostumados com mercados mais seguros, regras mais rigorosas, em que as melhores práticas de Governança Corporativa eram aplicadas (ROSSETTI; ANDRADE, 2012; CVM, 2014).

Ao começar a perder espaço para outros mercados, devido à falta de proteção ao acionista minoritário, à falta de transparência na gestão e à ausência de instrumentos adequados para supervisionar as companhias, iniciativas governamentais e institucionais começaram a ser implementadas. Dentre essas iniciativas, destacam-se a aprovação da lei 10.303/01, alterando a

lei 6.404/76 das Sociedades Anônimas (S.A.), e a criação do Novo Mercado e dos Níveis dois e um de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA, objetivando assegurar a melhoria nas práticas de Governança Corporativa das empresas de capital aberto listadas (SILVA, 2012; ROSSETTI; ANDRADE; 2012; CVM, 2014).

A adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa não é obrigatória. As empresas que aderem de forma voluntária buscam se tornar atrativas frente aos investidores exigentes, que almejam retorno dos seus investimentos, mas em um ambiente que os proteja. Estas iniciativas são importantes e fomentam o crescimento do mercado de capitais do país (SILVA; LEAL, 2012; ROSSETTI; ANDRADE, 2012; CVM, 2014; BM&FBOVESPA, 2015).

Os estudos de Klapper e Love (2002) forneceram evidências de que a adoção de níveis elevados de Governança Corporativa é mais valorizada em países com ambiente legal mais fraco. Conforme Prahalad (2005) cada país tem seu ponto de partida, receitas simplistas que sugerem que basta promulgar leis são tão ingênuas, quanto sugerir que fazer valer um contrato, mesmo sem leis, é o bastante em termos de proteção de direitos. A trilha da migração para uma economia de mercado que funcione vai variar de acordo com o ponto de partida de cada país. Os investidores buscam certeza, imposição e cumprimento das leis e regras que os protejam.

De acordo com a CVM (2014) a não adesão aos níveis de GC da BM&FBOVESPA, não significa ausência de práticas de GC, pois a legislação obriga a implementação dessas práticas à toda S.A. Todavia significa que elas são atendidas, mas podendo ser menos rigorosas que as exigidas nos níveis diferenciados. As empresas aderentes ao Novo Mercado e aos Níveis dois e um se submetem a regras mais rigorosas e aumentam a segurança oferecida aos acionistas, também melhoram a qualidade das informações prestadas. Espera-se com isso, diminuir a volatilidade das ações e trazer retornos acima da média do mercado. Estudos como os de Klapper e Love (2002), Gotardelo (2006), Francisco (2006), Macedo e Corrar (2012), Catapan e Colauto (2014), Amba (2014) e outros, têm buscado confirmar se esta expectativa é atendida, à medida que as empresas adotam as melhores práticas da Governança Corporativa. O estudo proposto busca evidenciar a relação existente entre a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro, por meio da comparação dos desempenhos entre empresas que adotam estas práticas com empresas que atendem simplesmente às exigências legais. De fato, espera-se que empresas bem governadas, que atendam aos mais rigorosos acordos de GC obtenham desempenhos superiores, na gestão como um todo, na performance financeira e principalmente no retorno do valor investido pelos acionistas.



## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Empresas são organizações complexas, interagem com várias partes interessadas, como: acionistas controladores e minoritários, gestores, funcionários, fornecedores, credores, clientes, comunidade, órgãos reguladores e fiscalizadores, concorrentes e outros. Todos com algum tipo de interesse, mas nem sempre convergentes com os da organização. Os gestores contratados são os principais responsáveis pela harmonização dos interesses, mas em muitos casos, são também parte interessada. A Governança Corporativa exerce um papel fundamental nestes cenários de conflitos, pois conforme Rossetti e Andrade (2012) e Silva (2012) impõe um sistema de incentivos ao monitoramento, com mecanismos para controlá-los.

Não se pode aprofundar no tema Governança Corporativa sem abordar a temática de conflitos entre as partes interessadas. Principalmente, nas relações entre controladores e gestores; e entre controladores e minoritários, assunto tratado pela Teoria da Agência. Conforme Rossetti e Andrade (2012), a relação de agência é estabelecida entre dois agentes: proprietários (agentes outorgantes) e gestores (agentes outorgados). Ela se fundamenta na contratação pelo outorgante ao outorgado de decisões que maximizem o valor do empreendimento, a riqueza dos acionistas e o retorno dos seus investimentos. O conflito se estabelece quando os interesses pessoais dos gestores são priorizados, em detrimento aos da organização para a qual ele foi contratado. Para não haver choque de interesses entre as partes é necessário estabelecer, em contrato, os termos dessa relação e implementar um sistema de monitoramento para evitar o rompimento ou quebra das condições contratadas (BERLE; MEANS, 1932; ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Jensen e Meckling (1976) concluem que a falta de monitoramento, ou a existência de monitoramento ineficaz, propicia a ação de comportamentos oportunistas. Uma exemplificação é o caso Petrobrás de 2014, em que a expropriação de recursos por parte de gestores, resultou em danos sérios aos acionistas minoritários, funcionários, fornecedores, credores, à própria empresa e outras partes interessadas. Isto sem contar os danos causados à imagem do mercado de capitais brasileiro e seus sistemas de monitoramento, trazendo à tona a fragilidade da legislação brasileira e sua forma de aplicação e fiscalização.

Este estudo buscou evidências da relação entre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e melhora no desempenho econômico-financeiro. Adota-se a premissa de que as companhias ao conseguirem resolver as questões de agência, por meio da adoção de boas práticas da GC, reduzem a possibilidade de expropriação dos recursos da organização pelos agentes internos, ou seja, gestores e/ou acionistas controladores. Assim, as

disponibilidades da companhia podem ser reinvestidas de forma mais eficiente, levando à melhora do desempenho geral, inclusive do desempenho econômico-financeiro.

Nesse sentido, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa está relacionada com melhor desempenho econômico-financeiro das empresas?

## 1.2 OBJETIVOS

Na sequência estão apresentados os objetivos geral e específicos para esta dissertação.

### 1.2.1 Objetivo geral

Analisar a relação existente entre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro em empresas listadas na BM&FBOVESPA, nos anos 2010 a 2104, nos segmentos de mercado Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- a) selecionar os indicadores que possam medir o desempenho econômico-financeiro individual e em grupo das empresas aderentes e das não aderentes aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA;
- b) apresentar o desempenho econômico-financeiro por meio dos indicadores escolhidos;
- c) comparar o desempenho econômico-financeiro, nos segmentos de mercado escolhidos.

## 1.3 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

O mercado de capitais é uma boa alternativa para o desenvolvimento econômico, pois facilita o acesso ao capital, aumentando as possibilidades de financiamento das empresas. A proteção ao investidor torna-se uma variável de extrema importância, pois impede que os minoritários sejam expropriados pelos agentes internos (majoritários e/ou gestores), gerando maior confiança de que os seus investimentos serão retornados e maximizados (LA PORTA et al., 2000; OECD, 2004; CVM, 2014).

Conforme La Porta et al. (2000) a proteção legal aos acionistas e credores é necessária para compreender os padrões de financiamento das empresas em diversos países. Ele ressalta que em países com menor proteção é comum o capital mais concentrado, pois os sócios podem acompanhar e monitorar as ações um do outro, evitando a expropriação. Em países com maior proteção, os mercados de ações são mais valiosos, com número maior de valores mobiliários listados *per capita* e uma maior taxa de *Initial Public Offering (IPO)* (Oferta Pública Inicial).

Desta forma, o papel da Governança Corporativa reforçará os padrões legais, principalmente em países que a legislação não é suficiente para garantir a proteção dos acionistas minoritários e das outras partes interessadas (KLAPPER; LOVE, 2002; CHENA; CHENB; WEIA, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Os mecanismos de GC possuem custos para sua implementação. Os chamados custos de agência, como contribuição alcança-se uma melhora na transparência das informações, por meio da condução mais ética dos negócios por parte de majoritários e gestores. Espera-se que os custos de agência sejam absorvidos e convertidos em melhor desempenho para o negócio e conseqüentemente para os seus investidores.

Segundo Goldratt e Cox (2002) o propósito de toda empresa deve ser ganhar dinheiro, tanto no presente quanto no futuro. Quer para remunerar seus acionistas ou para reinvestir e proporcionar o crescimento do negócio. A meta deve se concentrar nesse propósito. A adoção de boas práticas de GC, ao introduzir um conjunto de mecanismos de controle e de gestão, objetiva proporcionar uma melhora do desempenho global da empresa. Espera-se, com a adoção de tais mecanismos, alcançar um bom desempenho econômico-financeiro e gerar riqueza para seus investidores e demais interessados no negócio.

Pesquisadores têm envidado esforços na tentativa de comprovar a relação entre a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa e melhora no desempenho econômico-financeiro. Pesquisas empíricas encontradas em artigos científicos, teses de doutorado, dissertações de mestrado e outros trabalhos têm sido realizadas, com o objetivo de comprovar a existência de tal relação, no entanto, pesquisas nacionais têm encontrado dificuldade de comprovação, com resultados que divergem entre si, mostrando que o estudo ainda não é conclusivo no Brasil. Nas pesquisas realizadas por Costa (2008), Lopes, Bernardes e Lara (2009), Alves (2010), Colombo e Galli (2010), Souza (2011), Ptizer (2011), Fernandes, Dias e Cunha (2011), esses não encontraram relação, apesar de reconhecerem que Governança Corporativa é um processo irreversível. Estudos realizados por Gotardelo (2006), Francisco (2006), Backes et al. (2009), Catapan (2011), Macedo e Corrar (2012), Catapan e Colauto

(2014), encontraram relação positiva total ou parcial. Algumas pesquisas mediram apenas resultado o econômico.

Em pesquisas internacionais, os estudos de Klapper e Love (2002), Bris, Brisley e Cabolisb (2008), Berthelot, Morris e Morrill (2010), Reddy, Locke e Scrimgeour (2010), Gupta, Sharma e Mehta (2013), Ntim (2013), Aggarwall (2013), Amba (2014) encontraram relação positiva com desempenho econômico-financeiro, em alguns casos só confirmaram a relação de desempenho econômico. O estudo de Wessels e Wansbeek (2014) não encontrou relação positiva e o estudo de Yahya e Shukeri (2014) encontrou relação parcial.

Os estudos que encontraram relação parcial, comprovaram a relação econômica, convergindo com os estudos de La Porta et al. (2000), em que os autores afirmam que os investidores estariam dispostos a pagar mais por ações de empresas bem governadas. Os estudos de Chena, Chenb e Weia (2009), também confirmaram que os investidores institucionais estariam propensos a pagar um valor mais elevado por ações em empresas com boa Governança Corporativa, especialmente quando essas empresas estão localizadas em países com baixa proteção jurídica dos investidores.

Conforme Silveira (2004) o tema é importante por ser bem difundida a hipótese de que a boa governança afeta o desempenho econômico-financeiro das empresas. Neste sentido, este estudo contribui para fortalecer a pesquisa na área, pois analisa o desempenho econômico-financeiro de cinco anos, 2010 a 2014, das empresas que compõem os segmentos de mercado Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados, listadas na BM&FBOVESPA.

Nos segmentos analisados existem empresas que aderiram às boas práticas de Governança Corporativa e empresas que não aderiram, o que deu condições para a realização de uma comparação. Foi realizada uma análise comparativa dos desempenhos entre essas empresas, separando-as em dois grupos, das que aderiram e as que não aderiram. São consideradas no grupo das empresas com boas práticas de GC as que aderiram aos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA no Novo Mercado, Nível Dois e Nível Um, pois ao ingressar em um desses segmentos as empresas se comprometem com regras mais rigorosas de Governança Corporativa. Essas regras vão além das exigidas na Lei das Sociedades por Ações. Já o grupo das que não aderiram, se submetem apenas às exigências legais.

Optou-se por trabalhar com empresas em segmentos de mercado, em que variáveis externas, como legislação, entrada ou saída de um forte concorrente, demandas de consumo pelo produto ou serviço e outras variáveis pudessem influenciar de forma semelhante todos os

analisados no segmento. Assim, a adesão às melhores práticas pode ser considerada diferencial e fator determinante de melhor desempenho econômico-financeiro.

Estes resultados contribuem, especialmente para acionistas minoritários, que não exercem influência direta nas estratégias e tomadas de decisão, que influenciam os resultados das empresas em que investem seus recursos.

#### 1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

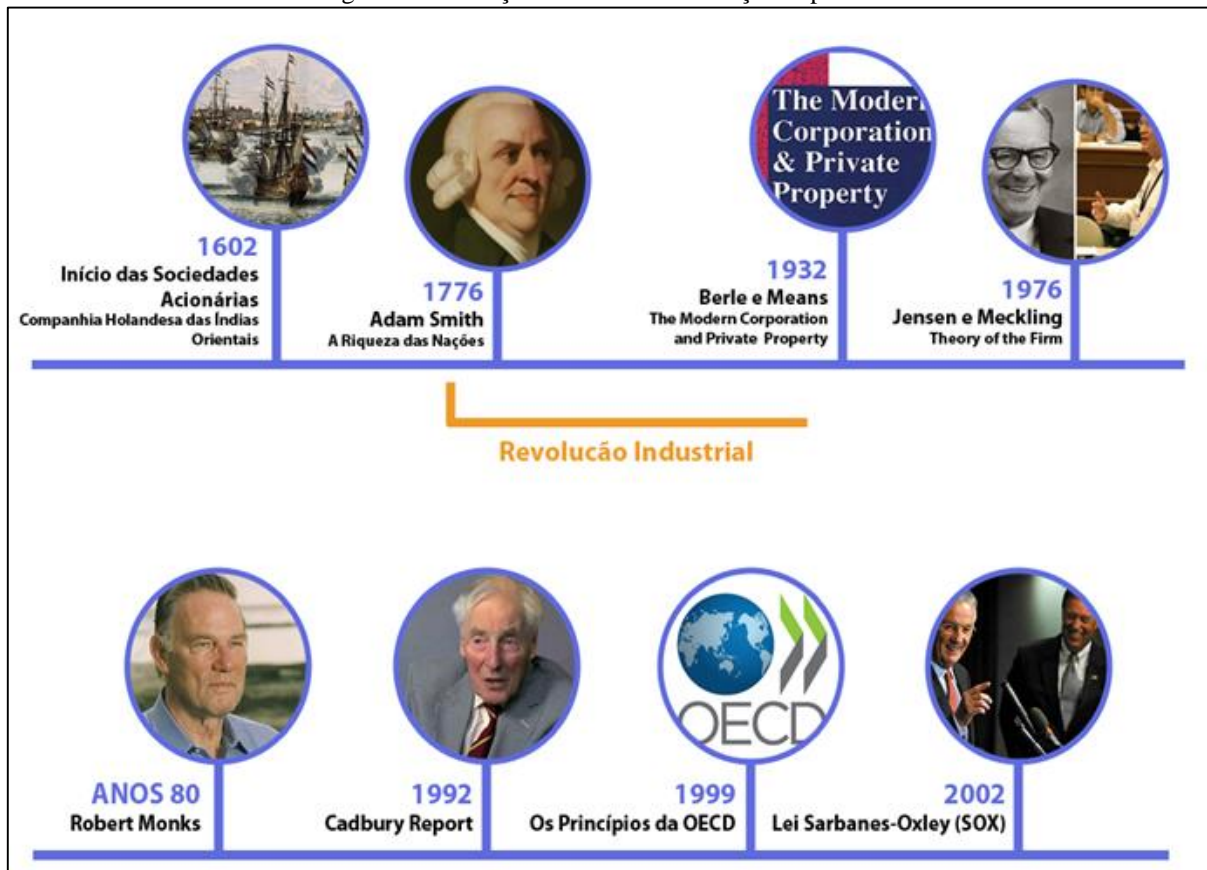
Este estudo está dividido em sete partes, além desta introdução, que apresenta a contextualização do tema, o problema de pesquisa, objetivos geral e específicos, relevância e justificativa da pesquisa. Na segunda parte aborda-se a fundamentação teórica do estudo, apresentando o início das sociedades acionárias de capital aberto, a Teoria da Agência, o surgimento da Governança Corporativa, conceitos e principais marcos da GC, Governança Corporativa no Brasil, Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, os níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, estrutura de propriedade e controle no Brasil e os indicadores de desempenho utilizados para medir a *performance* das empresas da amostra. Na terceira parte descreve-se o método utilizado na pesquisa. A quarta parte apresenta os resultados da pesquisa. Na quinta parte são apresentadas as considerações finais e por fim as referências bibliográficas e os apêndices.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para cumprir com os objetivos propostos para a pesquisa, além das verificações estatísticas para detectar a existência de uma relação significativa entre adoção de boas práticas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas, faz-se necessário buscar o entendimento do alicerce teórico sobre o tema. Assim, a fundamentação teórica da pesquisa busca apresentar a evolução das discussões sobre o tema Governança Corporativa.

A linha do tempo apresentada na Figura 1 mostra o começo das discussões sobre Governança Corporativa, desde seu início com a criação das sociedades acionárias no ano de 1602. Em 1776 Adam Smith já falava sobre os conflitos de interesses neste tipo de sociedade, entre proprietários e gestores contratados, em seu livro a Riqueza das Nações. Em 1932 Berle e Means abrem uma profunda discussão sobre o assunto e realizam uma pesquisa nos Estados Unidos sobre as corporações modernas e propriedade. Mais tarde as discussões são reforçadas por Jensen e Meckling, que ampliam a compreensão das empresas e servem de inspiração para o tema. A década de 80 é marcada pela contribuição de Robert Monks, um empresário bem sucedido, ativista dos direitos de propriedade. Na década de 90, Governança Corporativa ganha dimensão internacional, em 1992, após uma grave crise de confiança no ambiente empresarial britânico, marcada por escândalos e fraudes no mercado financeiro, cria-se o *Cadbury Report*, o primeiro código de boas práticas de Governança Corporativa. Seguido pela criação dos Princípios da OECD sobre o governo das sociedades. E, em 2002, a criação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) nos Estados Unidos, que veio para acalmar e moralizar o mercado corporativo, após escândalos financeiros envolvendo grandes empresas e grandes auditorias.

Figura 1 – Evolução do tema Governança Corporativa



Fonte: Próprio Autor (2015).

Segundo Rossetti e Andrade (2012), a história da Governança Corporativa teve como principal cenário o desenvolvimento das grandes organizações, especialmente a partir da Revolução Industrial dos séculos XVIII e XIX. No século XX, especificamente no final do ano de 1929, este crescimento teve uma interrupção, com o início da grande depressão nos Estados Unidos, que afetou as economias do mundo inteiro. Mas alguns anos depois, o processo de expansão foi retomado. De acordo com os mesmos autores, após esse período, as organizações alcançaram crescimento nunca antes visto, tanto no valor dos ativos quanto em número de acionistas. Com a nova dimensão das organizações e a pulverização do capital, tornou-se difícil a condução dos negócios no modelo tradicional, em que a gestão e a propriedade eram exercidas pela mesma pessoa. Criando assim, com maior frequência nas organizações, a figura do gestor ou *Chief Executive Officer* (CEO).

A partir desse modelo, conflitos entre acionistas e gestores são identificados. Ao problema de propriedade e controle, tratado pela Teoria da Agência, é atribuído as origens da Governança Corporativa, mas inicialmente não com esse nome.

## 2.1 INÍCIO DAS SOCIEDADES ACIONÁRIAS DE CAPITAL ABERTO

As companhias de capital acionário denominadas Sociedades Anônimas ou Sociedades por Ações, de acordo com a Lei Brasileira nº: 6.404/76, Capítulo 1, Art. 1º, são caracterizadas como detentoras de capital dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas, limitada ao preço de emissão, das ações subscritas ou adquiridas.

A lei 6.404/76 regula um tipo de sociedade muito antiga no mundo. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2015), a primeira companhia que transacionou ações em uma bolsa regular, foi a Companhia Holandesa das Índias Orientais, em 1602, nos Países Baixos. Conforme Dobija (2008) naquela época, a *East India Company* (EIC), foi uma precursora da corporação moderna, trabalhando em um mundo globalizado e já adotava procedimentos conhecidos atualmente, como mecanismos de governança, dentre os quais: diretores com funções permanentes, contratos que especificavam a divisão dos lucros, sistema de auditoria, sistema de prestação de contas rigoroso e bem fundamentado, além de assembleias gerais, em que praticamente todos os acionistas tinham direito a voto.

Em 1776, um problema conhecido na atualidade, já era descrito por Adam Smith, em seu livro *A Riqueza das Nações*, Volume 2. Naquela época, Smith já alertava sobre o problema de confiar a gestão do negócio, nas empresas de capital acionário, a terceiros, que não zelariam o negócio como normalmente um proprietário o faz. Para o autor "[...] os diretores de tais companhias administram mais do dinheiro de outros do que o próprio, não é de esperar que dele cuidem com a mesma irrequieta vigilância com a qual os sócios de uma associação privada cuidam do seu" (SMITH, 1996, p. 214).

Os problemas de confiança e conflito, mencionados por Adam Smith, no século XVIII foram maximizados nos séculos seguintes. Principalmente após longos períodos de expansão econômica e crescimento do número de empresas com capital acionário. Surge a partir daí a Teoria da Agência, nome dado por pesquisadores que buscaram entender os movimentos da composição acionária das empresas e o comportamento dos *insiders* (majoritários e gestores) que eram conflitantes entre si e entre estes e os demais interessados no negócio da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976).

## 2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

De acordo com o IBGC (2015), a expansão das economias pós Revolução Industrial traz como consequência, um modelo de estrutura de propriedade dispersa nas organizações. No



modelo anterior os proprietários exerciam o poder sobre todas as decisões, na condução dos negócios empresariais. Esse poder se concentrava nas mãos de uma ou algumas pessoas ou famílias, e estas ocupavam os cargos mais importantes das empresas.

Com o aumento do tamanho e da complexidade das organizações e principalmente após a pulverização do capital, o modelo de gestão concentrada nas mãos dos proprietários, tornou-se inviável. Mas o poder ainda se concentrava nas mãos dos controladores, que em muitos casos, acumulavam as funções de Presidente do Conselho de Administração e de executivo principal ou ainda, como se tornou frequente, delegavam poderes a gestores profissionais contratados (ROSSETTI; ANDRADE, 2012; IBGC, 2009).

A Teoria da Agência trata dos conflitos de interesse entre os proprietários e gestores, também chamados de *insiders* ou agentes internos e entre esses e os minoritários. A literatura atribui as discussões iniciais desse tema à obra *The Modern Corporation and Private Property* de Berle e Means (1932), em que os autores trataram dos problemas advindos da separação entre a propriedade e controle. Esta obra trouxe à tona a discussão sobre os impactos da separação entre a propriedade e o controle gerencial das empresas (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Berle e Means (1932) alertaram para a concentração de poder econômico provocado pela ascensão de grandes corporações e do surgimento de uma poderosa classe de gestores profissionais. Argumentavam que o crescimento das empresas tornaria mais difícil para os proprietários originais manterem sua maioria acionária, levando à dispersão das ações entre um grande número de pequenos acionistas. Os autores observaram que a consequência de tal dispersão seria a transferência de poder para as mãos dos gestores, que detinham o conhecimento dos assuntos do dia a dia das empresas.

Os gestores, não necessariamente, estariam alinhados com os interesses dos acionistas, que poderiam agir de acordo com os seus próprios interesses, na promoção de privilégios próprios, como salários mais elevados ou regalias, em detrimento dos resultados para os acionistas. Ou ainda, que trabalhariam para evitar a distribuição de dividendos, priorizando projetos que necessitariam reinvestimento dos lucros (BERLE; MEANS, 1932).

Por meio de um estudo empírico, Berle e Means (1932), analisaram a composição acionária das maiores corporações nos Estados Unidos e concluíram que em apenas 11% delas havia um ou alguns sócios com a maioria da participação acionária, nas demais, a participação estava totalmente pulverizada. Diante deste cenário, a preocupação não se resumia apenas à falta de prestação de contas entre gestores e acionistas, mas pairava a preocupação da prestação de contas dos gestores para com a sociedade em geral.

Segundo Saito e Silveira (2004), outros estudos importantes, a partir de Berle e Means (1932) ampliaram a compreensão das empresas. Mas o trabalho de Jensen e Meckling (1976), serviu de inspiração para os estudos de Governança Corporativa.

Jensen e Meckling (1976) trataram de forma explícita o comportamento dos agentes, pressupondo que esses agiriam de acordo com seus próprios interesses, ou seja, inexistia um agente perfeito. Tornando praticamente impossível garantir que os agentes tomem as melhores decisões do ponto de vista do principal. Dos mecanismos de controle sugeridos pelos autores, para melhorar a relação entre principal e agente, derivam os custos de agência. Em que o principal adotará medidas para monitorar as ações do agente, ou mesmo, implantará uma política de incentivos financeiros para compensá-lo e estimular que este agirá em conformidade com os interesses do contratante. Tornando assim, impossível a relação entre principal e agente, a custo zero (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Jensen e Meckling (1976), haverá, com maior frequência, na relação entre principal e agente, monitoria positiva e custos de ligação (pecuniários e não pecuniários), além de haver divergências entre as decisões do agente e as decisões que elevariam o bem-estar do principal. Estas perdas, em função de tais divergências, são consideradas perdas residuais.

Jensen e Meckling (1976) definiram custo de agência como sendo a soma de: despesas de monitoramento por parte do principal, custos de ligação por parte do agente e perda residual.

Os conflitos de agência, tanto os originados pelo oportunismo dos agentes em violação ao contrato firmado com o principal e os da relação entre os acionistas majoritários que desejam a expropriação dos direitos dos minoritários, são considerados como sendo as principais razões que motivaram a introdução de mecanismos de controle, que mais tarde deram início aos mecanismos de Governança Corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

### 2.3 SURGIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Ocasio e Joseph (2005), o termo *Corporate Governance* (Governança Corporativa) surgiu na década de 70 e foi usado inicialmente em explicações a escândalos corporativos. Os autores analisaram a evolução do termo *Corporate Governance*, desde seu primeiro uso, acompanhando seu significado ao longo do tempo. Em uma busca aos artigos do New York Times, de 1851 a 2002, descobriram o uso das palavras “*corporate*” e “*governance*” ocorrendo uma após a outra em dezembro de 1972. O termo composto apareceu em ações judiciais de acionistas que enfatizavam as responsabilidades legais dos administradores.

A análise histórica de Ocasio e Joseph (2005) mostrou que um dos principais

intervenientes no surgimento do termo Governança Corporativa foi Ralph Nader, em 1976, e forneceu o seu mais antigo significado que combinava, pensar, a partir da governança da democracia para a governança da corporação. Nader, segundo os autores, conceituou o domínio da Governança Corporativa como uma receita para limitar o poder e abusos de grandes multinacionais. Nader, antecedeu as deliberações da Assembleia Americana (OCASIO; JOSEPH, 2005).

Mais tarde, de acordo com os autores, Nader foi rapidamente seguido por outras entidades e instituições, tais como a *Securities and Exchange Commission* (SEC), *New York Stock Exchange* (NYSE), a Assembleia Americana, empresas, agências, teóricos, cada um com seu próprio enquadramento do vocabulário Governança Corporativa. Em 22 de abril de 1977, quando da elaboração de uma nova Constituição para as Sociedades Anônimas dos Estados Unidos. O termo “*Corporate Governance*” surgiu como uma solução às preocupações relacionadas à ética da conduta corporativa (OCASIO; JOSEPH, 2005). Mas o termo Governança Corporativa só adquiriu uma forte dimensão internacional na década de 1990 (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

## 2.4 CONCEITOS E PRINCIPAIS MARCOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os conceitos de Governança Corporativa são amplos e mutáveis, conforme Ocasio e Joseph (2005) foram sendo ampliados com o passar do tempo. Nos primeiros registros da palavra Governança Corporativa, segundo os autores, seu significado estava relacionado às responsabilidades legais dos administradores das empresas.

O *Cadbury Report* (1992) e OECD (2004) definiram Governança Corporativa como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é “[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle” (IBGC, 2009, p. 19).

Sua importância para as empresas e sociedade é traduzida de forma completa pela OECD (2004), em que a Governança Corporativa é tida como um elemento chave, para melhorar a eficiência e crescimento econômico, bem como, reforçar a confiança do investidor. A Governança Corporativa envolve um conjunto de relações entre a administração da empresa, seu Conselho de Administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Também fornece estrutura, por meio da qual os objetivos da empresa são definidos e os meios para alcançá-los são determinados e seus desempenhos monitorados. A boa Governança Corporativa deve

fornecer incentivos adequados aos Conselhos de Administração e gestores, para que alcancem os objetivos estabelecidos, de acordo com os interesses da empresa e de seus acionistas. Também deve facilitar o acompanhamento das informações. A presença de um sistema eficaz de Governança Corporativa leva a um clima de confiança, necessário para o bom funcionamento de uma economia de mercado (OECD, 2004).

Fatos importantes ocorridos, principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra contribuíram para que a Governança Corporativa se consolidasse como um dos principais mecanismos de boa governança empresarial na atualidade. Esses fatos são tidos como marcos da Governança Corporativa, pelo significado histórico que representam (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Os principais marcos citados por Rossetti e Andrade (2012) são o ativismo de Robert Monks, o Cadbury Report, os princípios da OECD e a Lei Sarbanes Oxley, conhecida como SOX.

#### **2.4.1 Robert Monks: um acionista ativista em defesa dos direitos de propriedade**

Segundo Rossetti e Andrade (2012), nos Estados Unidos, Robert Monks, advogado e empresário bem sucedido, identificou deficiências na forma como as empresas eram governadas. Principalmente por entender que o caminho das companhias não era mais traçado por seus proprietários e sim por gestores contratados. Monks constatou também que os pequenos acionistas, preocupavam-se apenas com a maximização do valor das suas ações, sem se envolverem, ou se esforçarem para melhorar o desempenho de longo prazo das companhias.

Rosenberg (1999), relata que Monks passou a dedicar quase todas as suas energias para a missão de melhorar a Governança Corporativa no país. Ele teria passado vários anos lendo e estudando o assunto. Ao reconhecer a dispersão de pequenos acionistas nas empresas acionárias, onde propriedade e controle estavam separados e a gestão nas mãos de gestores profissionais, contactou amigos para disseminar seus pensamentos, com o objetivo de encontrar a melhor maneira de abordar o problema.

Para Rosenberg (1999) a intenção de Monks era levar os acionistas para os conselhos das companhias, para que pudessem participar dos processos decisórios. Segundo o autor, ele objetivava formar uma massa crítica para tentar mudar a situação de propriedade nas empresas. Ao perceber que teria que contar com o apoio do governo para definir uma política em atenção aos direitos de propriedade e disseminar sua ideia seria necessário um fundamento intelectual, assim ele tratou de alimentar a necessidade de criar uma disciplina acadêmica para a Governança Corporativa, que contemplasse a nova terminologia. Monks juntamente com seu

sócio Minow e outros estudiosos escreveram artigos, livros, participaram de fóruns, conferências e associações e mais tarde tentaram elevar a Governança Corporativa ao nível de profissão (ROSENBERG, 1999).

Monks introduziu o conceito de ativismo para dezenas de investidores ao mostrar o poder que poderiam ter e o valor que alcançariam. Segundo Rossetti e Andrade (2012), Ele mobilizou minoritários a exercerem um papel mais ativo nas organizações. Os acionistas por muitos anos não tiveram representatividade perante os administradores, que agiam como se esses não existissem. Monks focou dois valores necessários à boa governança: o *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade, principalmente relacionada aos direitos dos minoritários passivos) (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Por meio do seu ativismo, Robert Monks contribuiu para o avanço da Governança Corporativa, e após muitos anos de ativismo, reconheceu as limitações dos seus esforços, mas manteve-se zeloso pela missão (ROSENBERG, 1999).

#### **2.4.2 O Cadbury Report**

Em dezembro de 1992, no Reino Unido, foi publicado o *Cadbury Report*, intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*, considerado o primeiro Código de boas Práticas de Governança Corporativa. O relatório foi elaborado por um comitê presidido por Adrian Cadbury. Na época de seu lançamento, de acordo com o próprio relatório, chamou a atenção do público, devido ao ambiente econômico difícil que se encontrava o Reino Unido.

Conforme disponibilizado pela University of Cambridge (2015), na época da criação do *Cadbury Report*, os investidores britânicos não confiavam mais na honestidade e responsabilidade das empresas listadas. A desconfiança se dava principalmente por problemas financeiros súbitos de duas empresas, *wallpaper group Coloroll* e *Asil Nadir's Polly Peck*, em que suas falhas não foram denunciadas nas prestações de contas, aparentemente saudáveis. Durante a condução dos trabalhos do comitê, outros dois escândalos abalaram o mundo financeiro, a exposição de práticas criminosas generalizadas do *Bank of Credit and Commerce International* e o caso Robert Maxwell, de apropriação do fundo de pensão dos funcionários e gestão inadequada, levando à falência das empresas (JORDAN, 2012). O ambiente inseguro, proporcionado pelos fatos ocorridos, só aumentou o senso de urgência por trás dos trabalhos do comitê (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

De acordo com Cadbury (1992), a economia britânica dependia da unidade e eficiência das empresas. Assim, a eficácia no cumprimento das responsabilidades, por parte dos conselhos

e dirigentes das empresas é que definiriam a posição competitiva britânica. Havia uma preocupação em manter as empresas livres para conduzir seus negócios, mas de forma que pudessem exercer essa liberdade dentro de um quadro de efetiva responsabilização. Esta era a essência de um sistema de Governança Corporativa.

Os patrocinadores do código, de acordo com Cadbury (1992), estavam preocupados com o baixo nível de percepção de confiança, tanto em relatórios financeiros, como na capacidade dos auditores em garantir a acurácia dos relatórios. Havia uma percepção de desatenção no atendimento às normas contábeis por parte das empresas. As críticas e preocupações a respeito do funcionamento do sistema corporativo se agravavam em decorrência das falhas graves ocorridas.

De acordo com a University of Cambridge (2015), a criação de um código voluntário, pareceu muito branda para alguns, uma alteração na legislação parecia mais adequada, em que o atendimento das obrigações legais por parte das empresas e empresários fosse obrigatório. No entanto, a estratégia usada foi a criação de um código voluntário, que tinha como componentes centrais: a clara divisão de responsabilidades no poder das empresas, principalmente que o cargo de Presidente do Conselho de Administração e CEO fossem exercidos por pessoas diferentes, Conselhos compostos, em sua maioria, por conselheiros externos, composição dos membros dos comitês de remuneração, formado por uma maioria de administradores não executivos e Comissão de Auditoria composta por pelo menos, três administradores não executivos (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

O relatório tinha também como principal foco os aspectos financeiros, que eram a maneira com que os conselhos definiam a política financeira e supervisionavam sua implementação, incluindo o uso de controles, a forma como os processos e progressos da empresa, eram relatados aos acionistas. Também especificavam o papel dos auditores, de fornecer aos acionistas uma verificação externa e objetiva sobre as demonstrações financeiras (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

Um fato importante, que estimulou e revestiu de autoridade legal as disposições do Código foi o papel da *London Stock Exchange*. Ao exigir que empresas listadas “cumprissem ou justificassem”, demonstrando o grau de conformidade com o código (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

O objetivo do código era ajudar a elevar os padrões de Governança Corporativa e o nível de confiança nos relatórios financeiros e de auditoria, com definições claras das responsabilidades dos envolvidos. Segundo Jordan (2012), o Relatório *Cadbury* lançou as bases para o desenvolvimento internacional da Governança Corporativa. Uma iniciativa a nível

nacional tomou dimensão internacional, servindo de ponto de referência para outras iniciativas, a exemplo da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). Que em pouco mais de um ano, em maio de 1999, publicou os *Principles of Corporate Governance*, que serviram de referência para estruturas globais de governança.

Em 2012 o Código britânico completou 20 anos e segundo o *Financial Reporting Council* (FRC) (2012), a abordagem da Governança Corporativa britânica, baseada no princípio “cumprir ou explicar”, continua representando governança forte e eficaz, o que garante ao Reino Unido valorização e respeito, por parte de investidores e empresas. As empresas se beneficiam de uma visibilidade de Governança Corporativa forte, atraindo mais investidores e assim, reduzindo o custo do capital (FRC, 2012).

De acordo com o FRC (2012), o código, normalmente é atualizado a cada dois anos, para garantir que permaneça relevante. Todas as alterações estão sujeitas a uma ampla consulta e diálogo com o mercado. A edição mais recente foi publicada em setembro de 2012. Além do Código de Governança Corporativa, o FRC publica uma série de notas de orientação, destinadas a ajudar as empresas na abordagem de aspectos específicos de governança e prestação de contas.

### **2.4.3 Os princípios da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD)**

A OECD é uma Organização que tem como missão promover políticas que melhorem o bem-estar econômico e social das pessoas em todo o mundo. Possui 34 países membros e é focada em promover políticas destinadas ao crescimento econômico sustentável, com geração de emprego e aumento do padrão de vida nos países membros. Trabalha para contribuir na manutenção da estabilidade financeira, levando ao desenvolvimento da economia mundial. A OECD colabora para a expansão econômica dos países membros e dos não membros em processo de desenvolvimento econômico, ao contribuir para a expansão do comércio mundial (OECD, 2015).

As boas práticas de Governança Corporativa, desde a segunda metade dos anos 90, segundo Rossetti e Andrade (2012), despertaram o interesse da OECD. Assim, em abril de 1998, a pedido do Conselho da OECD, em reunião ministerial, foi solicitado que a Organização desenvolvesse, em conjunto com governos nacionais e outras organizações internacionais pertinentes e do setor privado, um conjunto de normas e diretrizes de Governança Corporativa.

A Organização constituiu equipe e iniciou o desenvolvimento de um conjunto de

princípios, concluindo os trabalhos um ano depois, em maio de 1999. Desde então, se tornou referência internacional para governos de países, investidores, empresas e outras partes interessadas em todo o mundo. Os princípios, conforme OECD (2004) são destinados a ajudar os Estados-Membros e não membros, nos seus esforços de avaliação e melhoria do quadro legal, institucional e regulamentar para a Governança Corporativa em seus países. Fornecem orientações e sugestões para as Bolsas de Valores, investidores, empresas e outras partes que têm um papel no processo de desenvolvimento da boa governança. Os princípios focam empresas de capital aberto, mas também podem ser considerados úteis para outros tipos de empresas (OECD, 2004).

De acordo com Rossetti e Andrade (2012), a percepção de engrandecimento e poder das organizações, em conjunto com uma série de escândalos, envolvendo grandes corporações levou à uma rápida atualização dos princípios em 2004. Conforme os autores, a nova versão manteve o propósito de estabelecer pontos de referência aos países, não se comprometendo com fórmulas detalhadas, afinal cada país tem o seu ponto de partida. Os pontos de referência se detinham a:

- a) progressão do modelo orientado aos acionistas (*shareholders*) para o modelo orientado a todas as partes interessadas (*stakeholders*);
- b) criação de regras que eliminassem os conflitos de agência e diminuíssem seus custos;
- c) incentivo à participação dos acionistas minoritários nas empresas;
- d) definição das responsabilidades dos conselhos de administração e da direção executiva de forma clara e objetiva;
- e) definição dos critérios para criação de marcos regulatórios;
- f) fornecimento de base jurídica regulamentada para o desenvolvimento ativo do processo de governança nas organizações (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Em dezembro de 2014, uma nova revisão dos princípios foi iniciada e enviada para apreciação e contribuição de instituições pertinentes (OECD, 2015). Segundo relato da Auditoria Ernst & Young, convidada a contribuir com a revisão em 2014, a experiência proporcionada com empresas públicas em mais de 150 países, leva-os a entender que a Governança Corporativa eficaz, contribui para uma informação financeira de alta qualidade, que em conjunto com uma boa auditoria independente, despertam confiança e segurança para os investidores nos mercados de capitais. De acordo com a Auditoria, estudos têm mostrado uma correlação positiva entre uma forte Governança Corporativa e valor para o acionista (ERNST YOUNG, 2015).



#### 2.4.4 A Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX)

Criada em meio a um cenário turbulento, frente a escândalos financeiros que abalaram a economia norte americana, a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), foi assinada em julho de 2002, para acalmar e moralizar o mercado corporativo, com a intenção de reestabelecer a confiança pública (GIOIELLI, 2012). Diferentemente da estratégia britânica, que lançou um código de boas práticas, com adesão não obrigatória, as autoridades americanas criam uma lei, que conforme Bazerman, Loewenstein e Moore (2002), têm vastos poderes para punir e combater a corrupção, monitorar empresas de contabilidade e aplicar sanções penais duras para seus responsáveis, incluindo extensas penas de prisão por fraude contábil.

Para Rossetti e Andrade (2012), o foco da Lei *Sarbanes-Oxley* preservou os mesmos valores que vinham sendo enfatizados pelo ativismo no país há mais de 20 anos, que eram:

- a) *compliance*, conformidade legal;
- b) *accountability*, prestação de contas responsável;
- c) *disclosure*, maior transparência;
- d) *fairness*, senso de justiça.

Para Zhang (2007), uma das principais disposições da Lei foi proibir auditores de realizar outros trabalhos para seus clientes, que não fossem de auditoria, impôs maiores sanções penais, para crimes provenientes de fraudes corporativas, exigiu divulgações mais rápidas e detalhadas das demonstrações financeiras. Além disso, a seção 404 da lei exige que a administração da empresa produza um relatório de controles internos, como parte de cada informe anual. Ao exigir fiscalização mais robusta, com maiores sanções por faltas cometidas, a lei visa combater a contabilidade enganosa e a conduta inadequada da gestão.

Conforme Peters (2007), em relação aos controles internos, a SOX exige que estes sejam conferidos pelos principais executivos da organização, antes de serem entregues à SEC. Os administradores não podem alegar ignorância ou desconhecimento a respeito das demonstrações financeiras sob sua responsabilidade.

Conforme a KPMG (2003), os efeitos da SOX são muito significativos, não só nos Estados Unidos, mas também para empresas que negociam suas ações nas Bolsas norte-americanas, que devem seguir a legislação local, aplicando-se o mesmo para seus auditores.

## 2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, alguns marcos legais e institucionais importantes antecederam a história da Governança Corporativa e propiciaram condições para sua aplicação. Conforme a CVM (2014), na tentativa de fomentar o mercado acionário, em 1976 foram introduzidas duas normas legais, em vigor ainda nos dias atuais. A criação da lei nº 6.404/76, Lei das Sociedades por Ações, que tinha como objetivo modernizar as regras sob as quais as sociedades por ações estavam submetidas. E a lei nº 6.385/76, segunda lei do mercado de capitais, que criou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em 07 de dezembro de 1976, uma autarquia federal, responsável por disciplinar e regulamentar o mercado de capitais e fiscalizar as bolsas de valores e suas companhias listadas (CVM, 2014).

De acordo com Carvalho (2012), apesar dos esforços realizados desde a década de 1970, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a capitalização das empresas listadas em bolsa, em 1990, representava somente 3% do PIB. Na década de 1990, avanços importantes foram conseguidos, graças, entre outros, à abertura da Bolsa para investidores estrangeiros em 1991, o controle da inflação com o Plano Real em 1994, e ao avanço do programa de privatizações, que levaram setores importantes da economia ao mercado de capitais. Para Silva (2012), o processo de globalização, privatização e desregulamentação da economia resultou em um ambiente corporativo mais competitivo.

A abertura do mercado de capitais brasileiro para investidores estrangeiros representou um avanço importante rumo à Governança Corporativa. Apesar dos avanços conseguidos, o mercado ainda não oferecia segurança suficiente para proteção dos direitos dos acionistas. A listagem de ações de empresas brasileiras em bolsas de valores no exterior, principalmente na *New York Stock Exchange*, por meio da emissão de *American Depositary Receipts (ADR's)*, exigiu a criação de melhores práticas para atender às novas exigências por parte dos investidores estrangeiros (CVM, 2014). Segundo Silva (2012) o aumento de investidores estrangeiros fomentou a necessidade de adaptação das empresas brasileiras às exigências dos padrões internacionais. Para emitir essas ações, as empresas brasileiras tinham que se submeter às regras locais, no caso das bolsas americanas, à *Securities and Exchange Commission (SEC)*, que possuía regras mais rigorosas que as do Brasil.

Segundo Carvalho (2012) outro avanço foi a criação, em 1995, do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Fundado por um grupo de empresários, conselheiros, executivos e estudiosos, com o intuito de fortalecer a atuação dos conselhos de administração - órgão de orientação, supervisão e controle nas empresas. Mais tarde, em 1999,

o IBCA se tornaria o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

A década de 1990, conforme Carvalho (2012) foi marcada por avanços, mas circunstâncias momentâneas e pontuais, na condução da economia, levaram a alguns retrocessos. No final dos anos 90, o mercado de capitais estava encolhido novamente, com redução do volume de operações e da abertura de capitais de empresas.

Apesar do encolhimento do mercado de capitais, citado por Carvalho (2012), segundo o IBGC (2015) o final da década de 1990 e início dos anos 2000 também foram marcados por grandes avanços para o mercado de capitais brasileiro e conseqüentemente para a Governança Corporativa. Tais avanços encontram-se relacionados no Quadro 1, em formato de linha do tempo, com o registro dos principais acontecimentos que contribuíram para o avanço da Governança Corporativa no Brasil (IBGC, 2015).

Quadro 1 – Linha do Tempo da Governança Corporativa no Brasil

(continua)

Ano	Evento
1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>- IBCA passa a se denominar-se IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)</li> <li>- IBGC lança o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", o primeiro código brasileiro sobre Governança Corporativa.</li> <li>- CVM lança Instrução 299, sobre ofertas públicas, e rodízio de auditorias.</li> </ul>
2000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- IBGC realiza o 1º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa, com a intenção de divulgar os conceitos e práticas de governança.</li> <li>- Bovespa lança os segmentos diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.</li> <li>- CVM multa JC Penney pelo episódio com as Lojas Renner (em 1998, JC Penney havia adquirido o controle da Lojas Renner por meio de oferta hostil, sem <i>tag along</i>).</li> </ul>
2001	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa - IGC, com objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança.</li> <li>- Lei 10.303/2001 reforma a Lei das SA, com tímidos avanços em relação ao projeto inicial.</li> <li>- Segunda Edição do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa".</li> </ul>
2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CVM lança sua cartilha "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada às companhias de capital aberto.</li> <li>- CVM lança as instruções 358 e 361 que tratam, respectivamente, sobre informações relevantes e fechamento branco de capital.</li> <li>- CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.</li> </ul>
2003	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1ª edição do Prêmio IBGC de Monografias.</li> <li>- IBGC e Booz Allen Hamilton lançam a pesquisa "Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil".</li> <li>- CVM lança instrução 381 sobre serviços oferecidos pelas auditorias.</li> </ul>
2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ingresso da Natura no Novo Mercado é seguido de grande volume de <i>IPOs</i>. Grande parte das empresas ingressa diretamente no Novo Mercado.</li> <li>- IBGC lança a 3ª edição revista e ampliada do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa".</li> </ul>
2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Oferta de ações da Lojas Renner, a primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso.</li> <li>- 1ª edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa.</li> </ul>
2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1ª edição do Prêmio IBGC/Itaú de Jornalismo.</li> <li>- Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem.</li> </ul>
2008	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Escândalo contábil do Grupo Agrency ocasionou a prisão de parte de seus administradores.</li> <li>- IBGC lança a Carta Diretriz 1: "Independência dos Conselheiros de Administração".</li> <li>- Melhores Práticas e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas.</li> <li>- CVM edita o Parecer de Orientação nº 35/08, acerca dos deveres legais dos administradores nas incorporações de controladas.</li> </ul>

(conclusão)

Ano	Evento
2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Em iniciativa inédita no Brasil, Usiminas divulga remuneração individual dos administradores em seu relatório anual.</li> <li>- IBGC lança a 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.</li> <li>- CVM lança a instrução 480, que revoga normas anteriores, passando a exigir aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.</li> <li>- IBGC lança a Carta Diretriz 2: “Mecanismos de defesa à tomada de controle”.</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>- As empresas passam a publicar balanços seguindo norma internacional IFRS.</li> <li>- Entram em vigor as Instruções da CVM 480 e 481, passando a exigir que as empresas de capital aberto preencham o Formulário de Referência.</li> <li>- CVM altera as regras da Instrução 361, que impõe normas para a realização de oferta pública de ações (OPAs).</li> <li>- Revisão do regulamento de Governança Corporativa da BM&amp;FBovespa.</li> <li>- CVM multa e inabilita administradores da Sadia envolvidos em problemas com derivativos.</li> <li>- BM&amp;FBovespa revisa suas regras de governança.</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Promulgada a Lei nº 12.527, um importante instrumento de ampliação da transparência e do controle social.</li> <li>- Lançado o site “Transparência e Governança”, que discute direitos de minoritários.</li> <li>- CVM edita a Instrução nº 509, como uma tentativa para estimular a criação de comitês de auditoria estatutários (CAE).</li> <li>- IBGC lança a Carta Diretriz 3: “Laudos de avaliação”.</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 18ª Conferência Mundial da IGCN no Brasil, ocasião de importantes debates sobre os avanços em governança no País.</li> <li>- Lançado o Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), formado pela Anbima, Amec, IBGC e BM&amp;FBovespa.</li> <li>- Movimento de fechamento de capital de empresas recentemente listadas em bolsa.</li> <li>- Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável, a Rio+20.</li> <li>- Intensificados os debates sobre diversidade de gênero nos conselhos de administração.</li> <li>- Chegam ao mercado os primeiros balanços adequados à Instrução 527 da CVM.</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Acúmulo de cargo no conselho da BRF e do Pão de Açúcar suscita debates sobre <i>board interlocking</i> e conflitos de interesse.</li> <li>- Colapso das empresas do Grupo X alerta o mercado sobre possíveis falhas na governança como, <i>insider trading</i>, transparência e direitos dos acionistas minoritários.</li> <li>- Fusão entre Oi e Portugal Telecom aponta dúvidas quanto à blindagem dos administradores em processos judiciais e quanto aos direitos dos acionistas minoritários.</li> <li>- Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) começa a funcionar.</li> <li>- Criado o Grupo de Trabalho Interagentes, com o intuito de desenvolver agendas conjuntas para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro.</li> <li>- Passa a vigorar a obrigatoriedade do Código de Conduta nas empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado.</li> <li>- Programa para simplificação de acesso à bolsa de valores para pequenas e médias empresas entra em desenvolvimento.</li> <li>- CVM multa acionista do Universo Online S.A. por exercer indevidamente direito a voto em assembleias que decidiram por fechamento de capital da empresa, em 2011.</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lei Anticorrupção passa a vigorar, pressionando as companhias a melhorarem seus instrumentos de <i>compliance</i>.</li> <li>- Passa a vigorar a regra de vedação à acumulação de cargos de presidentes do conselho de administração e diretor presidente para Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.</li> <li>- Passam a vigorar regras de governança para empresas no segmento Bovespa Mais.</li> <li>- Alteradas: Instrução CVM nº 358/2002 e Instrução CVM nº 480/2009, quanto à divulgação de ato ou fato relevante.</li> <li>- CVM decide que os controladores da Oi, ainda que indiretamente beneficiados na fusão com a Portugal Telecom, poderiam votar na assembleia que aprovou a validação dos bens da tele portuguesa.</li> <li>- CVM altera a Instrução CVM nº 400/03, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.</li> <li>- CVM expõe ao mercado entendimento sobre as tomadas hostis de controle.</li> </ul>

Fonte: Adaptado de IBGC (2015).

Como observa-se na linha do tempo, o IBGC e a BM&FBOVESPA são importantes impulsionadores da Governança Corporativa no Brasil. O IBGC, principalmente pela criação e atualização constante do Código e a BM&FBOVESPA pela criação e fiscalização dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, que funcionam como certificação e compromisso de qualidade.

### 2.5.1 Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBGC

Seguindo uma tendência de mercados mais evoluídos, como o americano e o britânico, o IBGC em 1999, criou a primeira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa que tinha como foco, o Conselho de Administração. Revisado em 2001, foram incluídas recomendações para os outros agentes, como sócios, gestores, auditores e Conselho Fiscal. Em 2004, atualizou seu conteúdo para adaptar-se às novas demandas do mercado. Em 2009 passou por mais uma revisão e teve sua quarta edição, para se adaptar às mudanças do ambiente institucional brasileiro (IBGC, 2009).

O código se norteia por quatro princípios de governança:

- a) transparência (*disclosure*), informar não só por obrigação e não apenas as informações exigidas por lei. Informar de forma compreensível os fatos que são importantes para todas as partes interessadas, não se restringindo apenas a informações econômico-financeiras. Um clima de confiança resulta da transparência;
- b) equidade (*fairness*), tratamento justo e igualitário aos *shareholders* e *stakeholders*. Não se admitindo atitudes ou políticas discriminatórias;
- c) prestação de contas (*accountability*), os agentes de governança (todos os responsáveis pela condução dos negócios, quer sejam, sócios; administradores, ou seja, conselheiros de administração e gestores; conselheiros fiscais e auditores), têm o dever de prestar contas da sua atuação e responder por atos e omissões;
- d) responsabilidade corporativa, é dever dos responsáveis pelas empresas (conselheiros e executivos) zelar pela sua sustentabilidade e perenidade, zelando pelo atendimento das condições de ordem social e ambiental no curso da condução dos negócios.

De acordo com o IBGC (2009), o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, aborda práticas e recomendações para cada órgão do sistema de governança e trata também dos padrões de conduta e comportamento dos agentes envolvidos. Está dividido em: propriedade (sócios); conselho de administração; gestão; auditoria independente; conselho fiscal; conduta e

conflito de interesses. Para Silva (2012a) as diretrizes divulgadas pelo IBGC levam ao sucesso e perenidade das empresas, quando estas adotam as melhores práticas e valores da Governança Corporativa. Em linhas gerais, as principais recomendações do código, de acordo com Rossetti e Andrade (2012) estão apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Uma Síntese das melhores práticas de Governança Corporativa recomendadas pelo IBGC

<b>PROPRIEDADE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Adoção do conceito “uma ação, um voto”.</li> <li>b) Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre os sócios.</li> <li>c) Assembleia geral como órgão soberano.</li> <li>d) Transferência de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (<i>tag along</i>).</li> <li>e) Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem.</li> <li>f) Manutenção de alta dispersão (<i>free float</i>) das ações em circulação.</li> </ul>
<b>CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Recomendável para todas as companhias, independentemente de sua forma societária.</li> <li>b) Normatização por regimento interno, com clara definição de funções.</li> <li>c) Dois Presidentes: <i>Chairman</i> e <i>CEO</i> não acumulam funções.</li> <li>d) Criação de comitês especializados, com o destaque para o de auditoria.</li> <li>e) Número de membros entre 5 e 9, em sua maioria independentes, com experiência e perfis complementares.</li> <li>f) Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual.</li> <li>g) Processos formalmente estabelecidos.</li> </ul>
<b>GESTÃO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Escolha e avaliação formal dos gestores pelo Conselho de Administração.</li> <li>b) O <i>CEO</i> é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração.</li> <li>c) Demais diretores executivos: <i>CEO</i> indica, Conselho de Administração aprova.</li> <li>d) Relacionamento transparente com todos os <i>stakeholders</i>.</li> <li>e) Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas.</li> <li>f) Responsabilidade pela geração do relatório anual.</li> <li>g) Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativa.</li> </ul>
<b>AUDITORIA INDEPENDENTE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Existência Obrigatória.</li> <li>b) Independência em relação à companhia.</li> <li>c) Função essencial: verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia.</li> <li>d) Plano de trabalho fixado pelo Conselho de Administração.</li> </ul>
<b>CONSELHO FISCAL</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas.</li> <li>b) Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções desse conselho. Atuação sob o regimento interno.</li> <li>c) Agenda complementar de cooperação com as das auditorias interna e independente.</li> </ul>

Fonte: Rossetti e Andrade (2012, p. 468).

## 2.5.2 Níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

De acordo com Silva (2012a) a BM&FBOVESPA, ao perceber que para desenvolver o mercado de capitais brasileiro e atrair novos investidores e novas empresas era preciso incentivar a adoção de regras mais rígidas de Governança Corporativa, assim criou em 2000, três novos segmentos de listagem, chamados Nível 1 (Um) (N1), Nível 2 (Dois) (N2) e Novo

Mercado (NM). A alternativa até então, era o Mercado Tradicional (MB), em que as empresas eram e ainda são obrigadas apenas ao cumprimento da Lei das Sociedades por Ações (Lei das SAs.).

Os novos segmentos representavam um selo de qualidade e marca de compromisso. Possuíam regras progressivamente mais rigorosas de Governança Corporativa, além das obrigatórias por lei. Sendo, o Nível 1 (Um) com regras mais brandas e o Novo Mercado mais rigoroso. A criação dos novos segmentos de listagem possibilitou classificar as empresas quanto ao nível de adoção às melhores práticas de Governança Corporativa, além de estabelecer regras mais severas, complementares à legislação vigente. Para Silva (2012a) o mercado acionário brasileiro ainda é pouco representativo. Uma das principais causas, segundo o autor, são a falta de transparência da gestão e a ausência de instrumentos eficazes de monitoramento das companhias.

A adesão aos níveis diferenciados de GC, segundo Ferreira (2012) tem sido uma das alternativas encontradas pelas empresas brasileiras para atrair novos investidores, facilitando o acesso a novas fontes de financiamento, a um custo menor.

De acordo com Silva (2012a) o Novo Mercado foi inspirado no *Neuer Market* alemão, criado em 1997. É o nível mais exigente de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Voltado para empresas que desejam abrir seu capital. Conforme a BM&FBOVESPA (2015), este segmento conduz as empresas ao mais alto padrão de Governança Corporativa.

O Nível 1 (Um), de acordo com Silva (2012a) é destinado, principalmente, a empresas que faziam parte do mercado Tradicional e ao migrarem, se comprometem a fornecer informações adicionais que ajudam na avaliação do valor da companhia, além das obrigatórias por lei. No Nível 2 (Dois), são cumpridas todas as obrigações do Nível 1 (Um), além de fornecer maior transparência de informações. O Nível 2 (Dois) é similar ao Novo Mercado, porém, com algumas exceções, como o direito de manter ações preferenciais (PN). Essas ações podem dar direito a voto em casos excepcionais, como aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que esses assuntos forem tratados em assembleias de acionistas. Outro diferencial no Nível 2 (Dois) é a equidade, quando o controlador vende suas ações, os demais detentores de Ações Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN) têm o direito de vender suas ações nas mesmas condições do controlador, direito de *tag along* 100% (BM&FBOVESPA, 2015).

Em 2005, a BM&FBOVESPA criou o BOVESPA Mais (MA) destinado às empresas que desejam acesso ao mercado de capitais de forma gradual, que preferem uma adaptação antes da oferta pública de ações. Neste segmento são permitidas apenas ações ordinárias (ON).

O ingresso ao BOVESPA Mais deixa as empresas em uma espécie de “vitrine”, aumentando sua visibilidade para investidores. As empresas podem fazer listagem no BOVESPA Mais e têm até sete anos para realizar o *IPO*. Este segmento possibilita a captação de recursos menores, se comparados aos do Novo Mercado, mas em volume suficiente para financiar os projetos de crescimento das empresas. Em outubro de 2014, criou-se o BOVESPA Mais Nível 2 (Dois) (M2), com o objetivo de atrair pequenas e médias empresas à Bolsa. Uma das diferenças desse segmento com o BOVESPA Mais é a possibilidade de emissão de ações ON e PN. Em ambos segmentos, as empresas se comprometem com elevados padrões de Governança Corporativa e transparência com o mercado (BM&FBOVESPA, 2015).

A BM&FBOVESPA possui atualmente seis segmentos de listagem, sendo: BOVESPA Mais (MA), BOVESPA Mais Nível 2 (Dois) (N2), Novo Mercado (NM), Nível 2 (Dois) de Governança Corporativa (N2), Nível 1 (Um) de Governança Corporativa (N1), Tradicional - BOVESPA (MB) (BM&FBOVESPA, 2015).

Um dos grandes incentivadores à adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA foi o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que em outubro de 2000, lançou o Programa de apoio às Novas Sociedades Anônimas.

Para proporcionar uma melhor compreensão das diferenças existentes entre os segmentos de listagem, a BM&FBOVESPA, disponibilizou um quadro com as principais informações de todos os segmentos de listagem, exposto no quadro 3.



Quadro 3 – Comparativo dos segmentos de listagem

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	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)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		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), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório				Facultativo	

Fonte: BM&amp;FBOVESPA (2015).

A ação objetivava estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, com a adoção de boas práticas de Governança Corporativa por parte das empresas, o que atrairia novos investimentos, colocando em prática o conceito de que a melhor governança reduz o custo do capital. A participação do BNDES foi além do incentivo, participando também, por meio da subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações, no máximo 35% (trina e cinco por cento) no capital futuro da empresa (SILVA, 2012a).

O BNDES atua permanentemente na difusão de práticas da Governança Corporativa nas empresas em que participa, na promoção da maior transparência e respeito aos acionistas minoritários, em conjunto com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a BM&FBOVESPA (BNDES, 2015).

Os incentivos à abertura de capital existem, mas uma característica das empresas brasileiras, mesmo ao realizar essa abertura, é manter o controle acionário (SIVEIRA, 2005; SILVA; LEAL, 2007; ROSSETTI; ANDRADE, 2012; KPMG, 2013). O modelo de estrutura de propriedade e controle nas empresas, conforme Rossetti e Andrade (2012) compõem um círculo vicioso de raízes históricas que contribuem para a provável lentidão rumo a um maior engajamento na adoção de processos e boas práticas de governança no país.

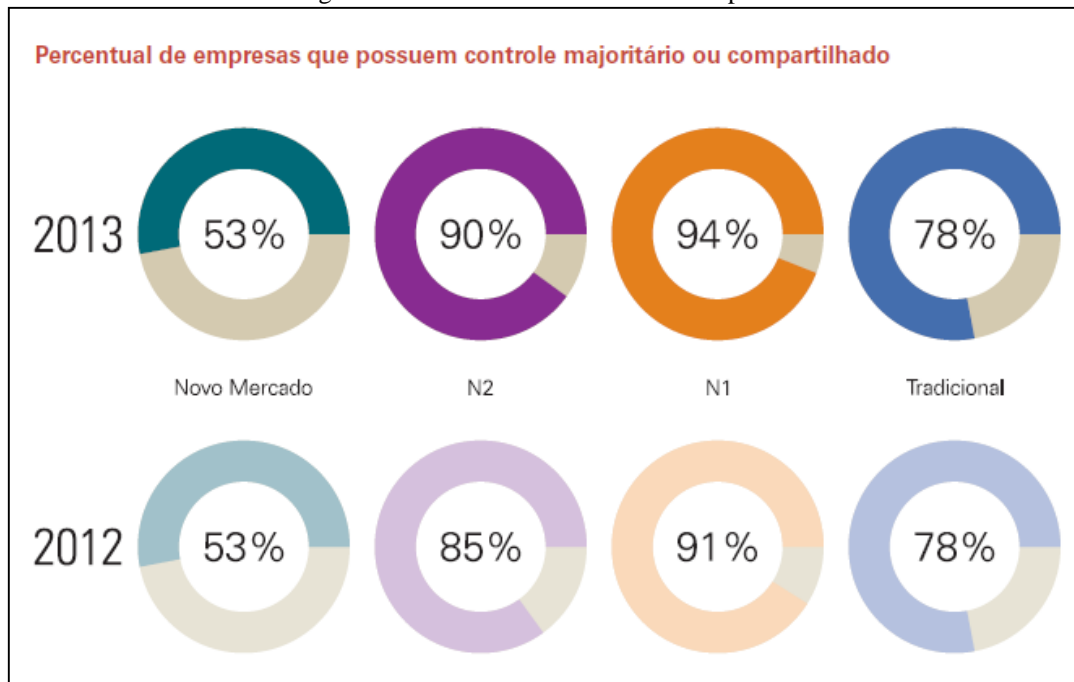
## 2.6 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO BRASIL

Conforme Silva (2012a) e Silveira (2004), diferentemente de países anglo-saxões, em que as empresas possuem capital pulverizado, no Brasil é comum a abertura de capital, mas de forma que se mantenha o controle. Segundo Silveira (2004) a estrutura de propriedade se diferencia da estrutura de controle, pois a primeira está relacionada ao número de ações que um investidor possui em relação ao total de ações da empresa e o controle corresponde ao número de ações com direito a voto em relação ao total de ações com direito a voto.

A estrutura de capital no Brasil converge com a pesquisa de La Porta, Silanes e Shleifer (1999), que investigou empresas, em 27 economias ricas e apontou que grande parte das empresas, eram pouco pulverizadas, com controle exercido, em sua maioria, por famílias ou pelo estado. Este indicador foi localizado principalmente em economias que não oferecem uma boa proteção aos acionistas. Os resultados indicavam que o principal problema de agência, nas grandes corporações do mundo se relacionava à expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores. Ao contrário dos resultados encontrados por Berle e Means (1932), de pesquisa realizada em companhias nos Estados Unidos, que apontava que nas corporações modernas, naquela época, o capital estava em sua maioria pulverizado.

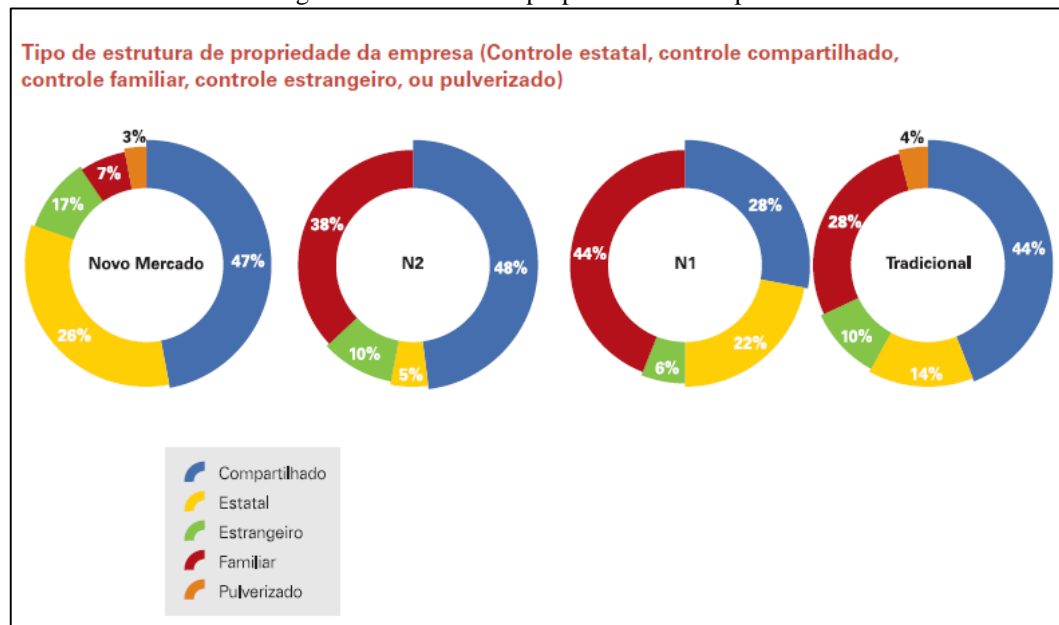
Pesquisa elaborada em empresas listadas na BM&FBOVESPA, pela KPMG (2013), foi evidenciada a questão da estrutura de controle das empresas, comprovando uma realidade de concentração de capital relatadas por Silva (2012) e Rossetti e Andrade (2012), conforme Figuras 2 e 3.

Figura 2 – Estrutura de Controle das Empresas



Fonte: KPMG (2013).

Figura 3 – Estrutura de propriedade das empresas



Fonte: KPMG (2013).

A pesquisa evidencia que empresas com controle disperso, comumente encontradas no mercado americano, já passam a ser uma realidade no Novo Mercado, apesar de ainda ser predominante o controle majoritário ou compartilhado na maioria dos casos. O tipo mais comum é o controle compartilhado, à exceção do Nível Um, em que os grupos familiares são mais comuns (KPMG, 2013).

## 2.7 INDICADORES DE DESEMPENHO

A análise das demonstrações contábeis, também denominada análise das demonstrações financeiras, contribui significativamente para avaliação da situação econômico-financeira das empresas. O diagnóstico realizado a partir das informações contábeis pode ser utilizado com diversas finalidades e dependendo da intenção dos *stakeholders*. Desta forma, sendo possível estabelecer a relação entre os índices calculados, buscando esclarecimentos adicionais e auxiliando na tomada de decisões.

A análise por índices fornece um diagnóstico mais imediato. Segundo Garrison, Noreen e Brewer (2013) os índices mostram quão bom é o desempenho de uma empresa. Eles podem abranger aspectos referentes a: liquidez, endividamento, atividade e rentabilidade, entre outros. Iudícibus (2010) lembra que é imprescindível a experiência do analista, sua sensibilidade, bem como, o conhecimento das características da empresa para ser efetuada uma análise de qualidade. E complementa que, os indicadores considerados ideais para uma empresa ou para algum segmento, podem não ser relevantes para análise no contexto de outras organizações.

Os principais interessados nos índices de rentabilidade são os sócios e investidores, por apontarem o desempenho da empresa, especialmente em termos de retorno do investimento. Este grupo de indicadores foi escolhido por esta razão. Dentre os principais índices de rentabilidade, destacam-se:

- a) ROA *Return on Assets* ou Taxa de Retorno sobre o Ativo;
- b) ROI Taxa de Retorno sobre o Investimento ou TRI, também conhecida como *Return on Invested Capital (ROIC)*;
- c) ROE *Return on Equity* ou taxa de Retorno do Patrimônio Líquido (TRPL);
- d) EVA *Economic Value Added*, ou valor Econômico Agregado (VEA) ou ainda Lucro Econômico;

e) EBITDA *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, também conhecido como Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA).

### 2.7.1 ROA

O *Return on Assets* (ROA), sigla em inglês para Taxa de Retorno sobre o Ativo demonstra o retorno gerado pelo total das aplicações no Ativo da empresa. Assaf Neto (2010) sugere que seja utilizado como numerador para cálculo deste índice apenas o lucro operacional, ao invés do lucro líquido, sugerido por Kato (2012). Desta maneira, seleciona-se o resultado anterior ao resultado financeiro (abrangido pelas receitas e despesas financeiras), excluindo o impacto destas operações no resultado, considerando apenas o resultado decorrente das operações da empresa.

Assaf Neto (2010, p.110) completa que “[...] como critério de decisão, o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos”. Martins, Diniz e Miranda (2012) compartilham com a ideia de Assaf Neto (2010) em considerar o lucro operacional para cálculo deste índice, e não o lucro líquido. Ressaltam ainda, que para apuração do Ativo Médio devem ser consideradas outras variáveis, tais como, o valor do Ativo que realmente ficou em operação no período e que contribuiu para geração do lucro operacional. Desta maneira, excluindo os Ativos em construção e os que não estão em operação, bem como, as correspondentes obrigações a esses itens constantes no Passivo.

### 2.7.2 ROI

A Taxa de Retorno sobre o Investimento, diferencia-se basicamente da Taxa de Retorno sobre o Ativo, em função de considerar como divisor, o Investimento Médio, ao invés do Ativo Total médio. O Investimento Médio, neste caso, contempla o ativo total – passivo de funcionamento (ASSAF NETO, 2010). Sendo assim, o passivo de funcionamento refere-se ao necessário para as atividades da empresa, excluindo o passivo oneroso (formado principalmente por empréstimos e financiamentos). Portanto, pode ser determinado como proposto por Assaf Neto (2010) e mostrado na Equação 1.

$$ROI = \frac{LGAO}{IM} \quad (1)$$

Em que:

*ROI* é o retorno sobre investimento;

*LGAO* é o lucro gerado pelos ativos operacionais; e,

*IM* é o investimento médio.

### 2.7.3 ROE

Por outro lado, com uma visão direcionada ao capital próprio, a Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (PL) aponta “[...] quanto os acionistas auferem de lucro” (ASSAF NETO, 2010, p.110). Martins, Diniz e Miranda (2012) estabelecem um contraponto em relação a qual valor de PL utilizar, salientando que o pior valor a ser utilizado é o saldo final do Patrimônio Líquido em função de já conter o resultado do próprio exercício. Indicam que o ideal seria a utilização do PL médio, ou ainda, o valor do PL inicial do período, ajustado pelas variações ocorridas, dentre elas:

- a) aumento de capital em moeda, que deve ser somado ao PL inicial;
- b) distribuição de lucros, que deve ser excluído do PL inicial, pois não faz mais parte do capital próprio;
- c) compra de ações ou quotas em tesouraria, que devem ser excluídas pois são contas redutoras, em função de ser da própria empresa.

### 2.7.4 EVA

O *Economic Value Added* (EVA), sigla em inglês para Valor Econômico Agregado (VEA), segundo Martins, Miranda e Diniz (2014) é uma marca registrada da empresa Stern Steward & Co., também denominado de Lucro Econômico, consiste na diferença entre o Retorno do Capital Investido (TRI) e o resultado planejado. O retorno planejado demonstra o custo de oportunidade ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), apresentando o retorno mínimo almejado pelos acionistas (KATO, 2012; ASSAF NETO, 2010). Sendo assim, como o próprio nome indica, a existência de VEA ou EVA apresenta o valor que a empresa está adicionando ao lucro econômico. Se apresentar resultado negativo, aponta que ao invés da empresa estar agregando resultado, a mesma está destruindo valor econômico.

Portanto, para cálculo do VEA, Kato (2012, p.288) propõe a seguinte equação: “VEA = Capital Investido x (TRI – WACC)”. Desta maneira, o acionista pode decidir pelo investimento que apresenta resultado acima do custo de capital próprio, ou seja, do retorno

mínimo que outros investimentos apresentariam. Se este retorno apresentar valor igual a zero, demonstra que apenas está remunerando o capital investido. Kato (2012, p.289) complementa que “[...] para os investidores obterem o retorno desejado, o lucro deve ser grande o suficiente para compensar o risco do investimento do capital”. Martins, Diniz e Miranda (2012, p. 239) propõem para cálculo do EVA a Equação 2.

$$EVA = NOPAT - (C\% \times CT) \quad (2)$$

Em que:

**NOPAT** é Resultado Operacional Líquido Depois dos Impostos (*Net Operating Profit After Taxes* – Retorno Operacional sobre os Ativos);

**C%** é Custo Percentual do Capital Total (Próprio e de Terceiros); e,

**CT** é Capital Total Investido.

Martins, Miranda e Diniz (2014) comentam que como a legislação brasileira já compreende na Demonstração de Resultado do Exercício as despesas financeiras (juros relativos ao capital de terceiros), pode-se utilizar a Equação 3 para cálculo do EVA, proposta por (LOPO et al., 2001, p.246):

$$EVA = LOLAI - (CCP\% \times PL) \quad (3)$$

**Em que:**

**LOLAI** é Lucro Operacional Líquido Após os Impostos;

**CCP%** é o Custo do Capital Próprio (em Percentagem); e,

**PL** é o Patrimônio Líquido.

O custo de capital da empresa, como já descrito anteriormente, é o retorno mínimo que os acionistas esperam para manter seus investimentos ou direcioná-los à outros negócios, e isso não deve ser esquecido nas análises gerenciais. Ele pode ser calculado utilizando a taxa de juros livre de risco, ou seja, a taxa de remuneração de uma aplicação financeira de renda fixa de longo prazo (KATO, 2012).

Nesta seara, o Valor Econômico Agregado demonstra ser um método eficiente de avaliação, tanto interna, quanto externa. Assaf Neto (2010, p.161) enumera as vantagens desse método de avaliação, dentre elas: “[...] melhor gestão de risco, escolha da melhor estrutura de capital, maior giro, entre outras não vislumbradas pelos indicadores financeiros tradicionais.” Silva (2010) defende a importância do EVA especialmente no controle de metas dos executivos, e justifica que as metas não devem envolver apenas o lucro, mas também aumentar o valor do

negócio. Fato que tem levado muitas empresas a desenvolver uma remuneração/bônus aos seus colaboradores com base no EVA.

### 2.7.5 EBITDA

O *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), em português Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), vem ganhando notoriedade nas análises econômico-financeiras. Ele busca demonstrar o lucro antes do resultado financeiro, tributos sobre o lucro (Imposto de Renda e Contribuição Social), antes das depreciações e amortizações, desta forma, demonstra o potencial de caixa gerado pelos ativos operacionais (SILVA, 2010). O fluxo de caixa físico, depende ainda do recebimento das vendas e pagamento dos custos e despesas, portanto, é somente uma possibilidade, se todas as condições forem satisfeitas.

Com a tendência de expansão da abertura de capital das empresas, investidores estrangeiros demonstram interesse por este indicador com o intuito de excluir variáveis de captação de recursos (tais como taxa de juros) e de legislação local (tais como tributos sobre o lucro, depreciação e amortização). Neste contexto, aproximando o valor do Lucro a um “padrão internacional” em termos de comparação, facilitando a análise da lucratividade, produtividade e eficiência dos negócios. O EBITDA também possui algumas desvantagens, dentre elas (SILVA, 2010; MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012):

- a) pode apresentar lucro no cálculo do EBITDA e ter prejuízo líquido no Balanço Patrimonial em função, especialmente, das despesas financeiras;
- b) pode dar falsa ideia de liquidez, em função do resultado ser maior que o real e do prazo para conversão das transações em dinheiro;
- c) falta de regulamento de seu cálculo, o que pode ocasionar diferenças entre a apuração das empresas.

Observa-se que os métodos de avaliação econômica e financeira apresentam limitações ao serem analisados individualmente. Portanto, torna-se fundamental a avaliação em conjunto, a fim de aproximar a análise da realidade, evitando distorções e conseqüentemente, uma visão míope dos negócios. Martins, Diniz e Miranda (2012, p.229) lembram que “[...] o analista é sempre livre para as reclassificações que julgar importantes”.



### 3 MÉTODO DA PESQUISA

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Segundo Collis e Hussey (2005), a metodologia trata da forma global de estruturar um processo de pesquisa, desde a busca pelo referencial teórico até a interpretação e análise final dos dados. Para Cooper e Schindler (2003), o estudo da metodologia de pesquisa possibilita habilidades necessárias para resolver problemas e desafios de um ambiente de tomada de decisões. Nesse sentido, a pesquisa pretendeu dar condições para que os objetivos pudessem ser cumpridos em sua totalidade.

O estudo é de natureza exploratória, com abordagem quantitativa. Segundo Minayo (2001), uma pesquisa tem abordagem quantitativa quando faz uso de dados numéricos e estatísticos, indicadores e tendências. Este método também pode ser empregado quando se pretende garantir a precisão dos resultados, sem distorção de análise e interpretação, bem como, possibilita que a análise destes dados seja preservada quanto a possíveis interferências (RICHARDSON, 1999).

Pesquisa exploratória, para Marconi e Lakatos (2008, p.71), “[...] são estudos que têm por objetivo descrever completamente determinado fenômeno, como por exemplo o estudo [...] para o qual são realizadas análises empíricas (pesquisa de campo) e teóricas.” A pesquisa exploratória é indicada em situações nas quais as informações sobre o problema em questão são restritas (CHURCHILL JR., 1999). Logo, este procedimento foi escolhido, pois, segundo Malhotra (2006), tem como objetivo fazer uma busca em um problema ou em uma situação, para prover critérios e maior compreensão. A referida pesquisa tem por finalidade formular um problema ou defini-lo com maior precisão, identificar cursos alternativos de ação, desenvolver hipóteses, isolar variáveis e relações-chave para exame posterior, obter critérios para desenvolver uma abordagem do problema e, por fim, estabelecer prioridades para pesquisas posteriores (MALHOTRA, 2006).

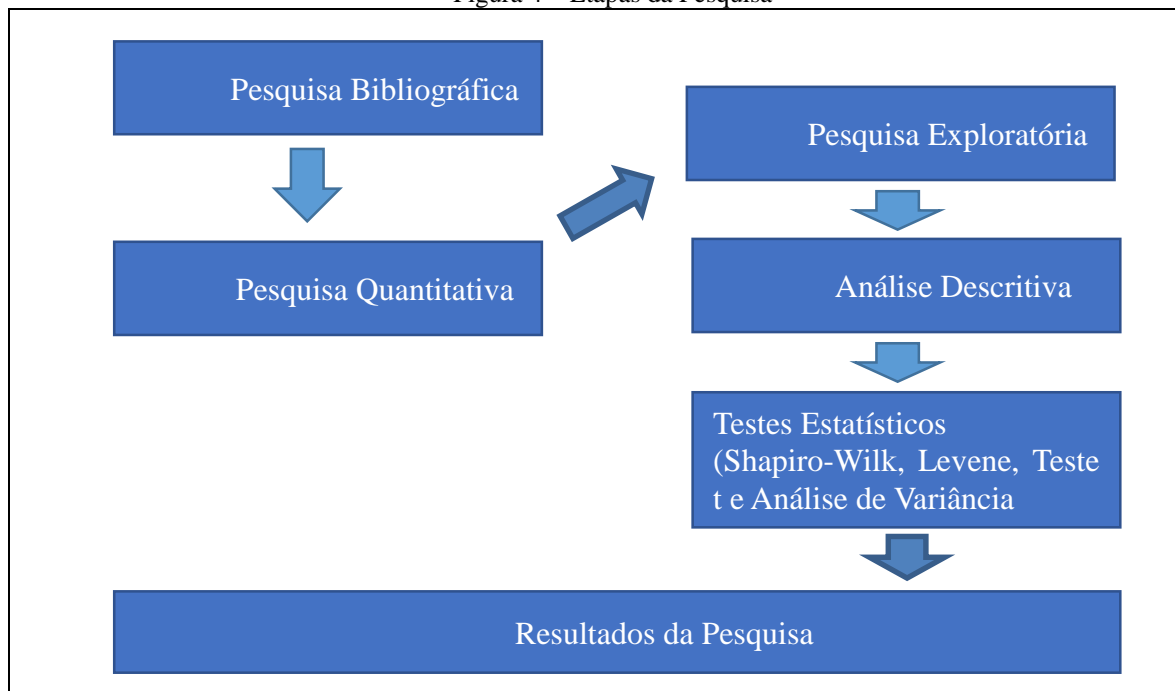
#### 3.2 MÉTODO DE ANÁLISE

Para Demo (2012, p. 133), “[...] a questão da empiria coloca, antes da coleta e do uso do dado empírico, problemas teóricos, porque um dado não fala por si, mas pela boca de uma teoria.” Por isso, o entendimento do alicerce teórico sobre Governança Corporativa foi a base para sustentação da presente pesquisa. Nesse sentido, a análise teórica foi desenvolvida por

meio da revisão da literatura em artigos, teses, livros, *sites* de órgãos governamentais e de instituições privadas, leis, normas, regulamentos, legislação geral entre outras Fontes. O aprofundamento histórico, possibilitou o entendimento dos conceitos e ressaltou a importância que o tema tem alcançado a nível mundial. Apesar da literatura reconhecer que Governança Corporativa é um conceito novo, com um maior destaque a partir da década de 1990, os problemas que a originaram são, há muito, conhecidos no mundo corporativo. Entender o contexto que a originou, as primeiras pesquisas que abordaram a temática, a evolução dos conceitos e os resultados advindos da sua aplicação no ambiente corporativo é de extrema importância.

Com base nos resultados obtidos na pesquisa exploratória documental, foi iniciada a segunda fase da pesquisa, que foi denominada pesquisa descritiva. As etapas da pesquisa estão sintetizadas na Figura 4.

Figura 4 – Etapas da Pesquisa



Fonte: Próprio Autor (2016).

### 3.3 POPULAÇÃO E COLETA DOS DADOS

O estudo envolveu todas as companhias de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, nos segmentos de Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados, compondo um universo de vinte e cinco empresas.

A análise por segmento de atuação de mercado foi usada para isolar outros fatores que poderiam influenciar os indicadores econômico-financeiros. Onde variáveis externas, como legislação, entrada ou saída de um forte concorrente, demandas de consumo pelo produto ou serviço e outras variáveis pudessem influenciar, de forma similar, na gestão das empresas dentro do segmento.

A escolha dos segmentos citados se deu por conter, dentro de cada um, empresas que atendiam à necessidade da pesquisa, ou seja, em sua composição a presença de empresas aderentes aos níveis diferenciados de Governança Corporativa escolhidos e de empresas não aderentes.

As empresas foram divididas em dois grupos:

- a) grupo de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa, que contemplam as empresas pertencentes aos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível 2 (dois) e Nível 1 (um);
- b) grupo de Empresas Tradicionais e Outras, composto pelas demais empresas de todos os outros segmentos de listagem. Conforme Quadro 4.

Quadro 4 – Empresas Seleccionadas Estratificadas por Grupo

EMPRESAS SELECIONADAS: NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA EM MAIO DE 2015		
Segmentos de Mercado	Grupo de Empresas com Boas Práticas de GC	Grupo de Empresas Tradicionais e Outras
<b>PAPEL E CELULOSE</b>	FIBRIA (NM) KLABIN S/A (N2) SUZANO PAPEL (N1)	CELUL IRANI MELHOR SP SANTHER SUZANO HOLD
<b>MATERIAL RODOVIÁRIO</b>	FRAS-LE (N1) IOCHP-MAXION (NM) MARCOPOLO (N2) METAL LEVE (NM) RANDON PART (N1) TUPY (NM)	D H B PLASCAR PART RECRUSUL RIOSULENSE WETZEL S/A
<b>COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS</b>	AREZZO CO (NM) LE LIS BLANC (NM) LOJAS MARISA (NM) LOJAS RENNER (NM)	GRAZZIOTIN GUARARAPES LOJAS HERING

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2015).

Para a coleta de dados foram utilizadas informações sobre as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos últimos cinco anos, sendo 2010 a 2014, disponibilizadas

no site da BM&FBOVESPA, através do sistema Empresas Net. As empresas listadas usam este sistema para encaminhar informações periódicas e eventuais à BM&FBOVESPA e à CVM, que ficam também disponíveis para consulta de outras pessoas interessadas. As informações também foram obtidas diretamente nos sites das empresas, na área Relação com o Investidor (RI), dependendo do caso.

Nas Demonstrações Financeiras, utilizou-se principalmente informações do Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado do Exercício e Demonstração dos Fluxos de Caixa. Com as informações extraídas das empresas foram calculados os indicadores. Durante a coleta dos dados, a empresa DHB pertencente ao segmento de mercado Material Rodoviário não apresentou dados suficientes para a confecção dos indicadores e foi excluída, reduzindo a amostra para vinte e quatro empresas.

A partir das informações coletadas foram calculados os indicadores para medir o desempenho econômico-financeiro. Sendo utilizados o ROA, ROI, ROE, Margem EVA e Margem EBITDA por representarem um conjunto de indicadores apropriado para demonstrar o desempenho econômico-financeiro das empresas. Os indicadores foram calculados para os cinco anos de 2010 a 2014. Após cálculo individual, por período, foi feita uma média aritmética de cada indicador, que passou a representar o indicador final a ser comparado.

Primeiramente, foi realizada a estatística descritiva, após foi testada a normalidade dos dados através do teste de Shapiro Wilk e a homogeneidade das variâncias pelo teste de Levene e as comparações entre dois grupos foi realizada pelo teste t e análise de variância ao nível de significância de 5%. As hipóteses testadas foram:

$H_0$ : as médias entre as empresas com práticas de Governança Corporativa são iguais às médias das empresas tradicionais e outras.

$H_1$ : as médias não são iguais.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

### 4.1 CRITÉRIOS GERAIS UTILIZADOS NA APURAÇÃO E ANÁLISE DOS INDICADORES

Em virtude das diferenças e particularidades entre os indicadores e empresas selecionadas, foram estabelecidos padrões e esclarecimentos relevantes para a análise dos dados. Garrison, Noreen e Brewer (2013) e Silva (2012) enfatizam a importância da comparação da saúde financeira entre empresas, mas ressaltam que diferenças nos métodos de mensuração contábil podem gerar distorções na comparação de seus dados financeiros. Para reduzir distorções na análise, todos os indicadores foram calculados, usando o mesmo critério. Algumas empresas da amostra já apresentam em seus relatórios os indicadores usados neste estudo, assim diferenças podem ser constatadas entre o indicador publicado e o utilizado.

Para as empresas que apresentaram prejuízo no seu resultado, a apuração dos indicadores de rentabilidade, ou seja, Retorno do Ativo (ROA), Retorno do Investimento (ROI) e Retorno do Patrimônio Líquido (ROE), não contribui gerencialmente, pois não demonstram o retorno. Mas para fins da análise, no presente estudo, foram considerados todos os índices, mesmo os negativos, pois influenciam na média dos resultados do grupo pertencente.

Nos índices que envolvem valores de capital próprio (PL), para as empresas que apresentaram Passivo a descoberto (PL negativo), desconsiderou-se o cálculo do indicador por distorcer o resultado, caso do ROE, ROI e Margem EVA.

A fim de evitar distorções na variação dos valores do Ativo Total e do Investimento, no cálculo do ROA e do ROI, foram utilizados os valores médios. Para o cálculo do ROE foi utilizado o Investimento inicial (ano anterior).

Na análise dos dados, foram consideradas as informações individuais de cada empresa ao longo de cinco anos (2010 a 2014), bem como realizada a média de cada indicador por empresa e por grupo. As empresas foram estratificadas em dois grupos:

- a) empresas com Boas Práticas de GC; e
- b) tradicional e Outras.

Para realizar a análise de desempenho e testar a questão de pesquisa deste estudo foi feita análise e interpretação de cada indicador, o primeiro indicador analisado foi o ROA ou Retorno do ativo.

#### 4.2 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO RETORNO DO ATIVO (ROA)

O Retorno do Ativo demonstra o valor do lucro operacional que a empresa obteve em relação ao valor investido no seu ativo médio. Para Silva (2012), o ROA busca medir a eficiência da alta gestão na construção de resultados. Na elaboração deste índice utilizou-se o lucro de cada período, dividido pela média entre o ativo do ano analisado e do ano anterior, Segundo Iudícibus (2010), quanto maior for este índice, melhor será para a empresa. A fórmula utilizada para cálculo consiste em (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2014):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

Como auxílio a gestão, o ROA pode ser otimizado com o aumento das vendas, a redução dos custos e despesas, o que conseqüentemente aumenta o lucro; ou ainda pela redução do valor do Ativo Total. O índice pode também ser analisado percentualmente, multiplicando-se o índice encontrado por 100 (cem). O Quadro 5 apresenta a média dos cinco anos do indicador ROA por empresa, a média por grupo e o Desvio Padrão.

Quadro 5 – Análise do ROA – Retorno sobre o Ativo

(continua)

PAPEL E CELULOSE			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROA	Empresas Tradicionais e Outras	ROA
Fibria Celulose S.A. (NM)	0,04	Celulose Irani S.A.	0,07
Klabin S.A. (N2)	0,09	Cia. Melhoramentos de São Paulo	0,01
Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,04	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	0,05
		Suzano Holding S.A.	0,05
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,05</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,04</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,03</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,03</b>
<b>P = 0,60</b>			
MATERIAL RODOVIÁRIO			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROA	Empresas Tradicionais e Outras	ROA
Fras-Le S.A. (N1)	0,07	Plascar Participações Industriais S.A.	0,03
Iochp Maxion S.A. (NM)	0,10	Recrusul S.A.	-0,13
Marcopolo S.A (N2)	0,11	Metalúrgica Riosulense S.A.	0,06
Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,10	Wetzel S.A.	0,01
Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,09		
Tupy S.A. (NM)	0,07		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,09</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-0,01</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,02</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,08</b>
<b>P = 0,10</b>			

(conclusão)

COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROA	Empresas Tradicionais e Outras	ROA
Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,26	Grazziotin S.A.	0,10
Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	0,13	Guararapes Confecções S.A.	0,13
Marisa Lojas S.A. (NM)	0,12	Lojas Hering S.A.	0,32
Lojas Renner S.A. (NM)	0,17		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,17</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,18</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,06</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,12</b>
<b>P = 0,86</b>			

Fonte: Próprio Autor (2016).

Observando os dados do Quadro 5 verifica-se que não há diferença significativa entre as empresas do grupo das que adotam boas práticas de Governança Corporativa e o grupo das Tradicionais e Outras, nos segmentos Papel e Celulose (p=0,60), Material Rodoviário (p=0,10), e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados (p=0,86).

#### 4.3 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO ROI OU RETORNO SOBRE O INVESTIMENTO

O retorno sobre o investimento desconsidera os passivos operacionais, por serem inerentes à atividade da empresa, dividindo-se o lucro operacional pela média do capital próprio somado aos financiamentos e empréstimos. Martins, Miranda e Diniz (2014) esclarecem que este índice deve ser avaliado na captação de recursos de terceiros, o qual só se torna interessante se os custos forem inferiores às taxas evidenciadas por este indicador. Por ser um índice de rentabilidade, da mesma forma que o ROA, quanto maior for o índice, demonstra que o resultado da empresa é melhor. A fórmula utilizada para cálculo é (ASSAF NETO, 2010):

$$ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{(\text{Capital Próprio Médio} + \text{Financiamentos e Empréstimos Médios})}$$

Assaf Neto (2007) aponta que o desempenho do ROI é consequência de duas estratégias financeiras:

- a) operacional: quando afeta o resultado, envolvendo preço, produção, qualidade, etc.;
- b) investimento: uso racional do capital, por exemplo, com exclusão dos ativos pouco rentáveis e análise de investimentos economicamente atraentes.

Com base na análise do indicador ROI pode se observar novamente que nos seguimentos de mercado Papel e Celulose e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados não se percebe diferença estatística significativa entre os grupos, conforme demonstrado no Quando

6.

Quadro 6 – Análise do ROI – Retorno sobre o Investimento

PAPEL E CELULOSE			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROI	Empresas Tradicionais e Outras	ROI
Fibria Celulose S.A. (NM)	0,04	Celulose Irani S.A.	0,09
Klabin S.A. (N2)	0,10	Cia. Melhoramentos de São Paulo	0,01
Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,05	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	0,08
		Suzano Holding S.A.	0,05
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,06</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,06</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,03</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,04</b>
<b>P = 0,83</b>			
MATERIAL RODOVIÁRIO			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROI	Empresas Tradicionais e Outras	ROI
Fras-Le S.A. (N1)	0,08	Plascar Participações Industriais S.A.	0,05
Iochp Maxion S.A. (NM)	0,14	Recrusul S.A.	
Marcopolo S.A (N2)	0,14	Metalúrgica Riosulense S.A.	0,10
Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,13	Wetzel S.A.	
Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,10		
Tupy S.A. (NM)	0,09		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,11</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,07</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,03</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,04</b>
<b>P = 0,15</b>			
COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROI	Empresas Tradicionais e Outras	ROI
Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,33	Graziotin S.A.	0,14
Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	0,18	Guararapes Confecções S.A.	0,18
Marisa Lojas S.A. (NM)	0,16	Lojas Hering S.A.	0,47
Lojas Renner S.A. (NM)	0,25		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,23</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,26</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,08</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,18</b>
<b>P = 0,75</b>			

Fonte: Próprio Autor (2016).

Observando os dados do Quadro 6 verifica-se que não há diferença significativa entre as empresas do grupo das empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa e o grupo das Tradicionais e Outras, nos segmentos Papel e Celulose ( $p=0,83$ ), Material Rodoviário ( $p=0,15$ ) e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados ( $p=0,75$ )

Para complementar a análise anterior, também recorreu-se a análise descritiva, que levou em consideração a situação de algumas empresas dentro do grupo. Assim, percebeu-se que no segmento Material Rodoviário, no grupo das Empresas Tradicionais e Outras, duas empresas tiveram suas médias retiradas da análise, por possuírem Passivo a descoberto em conjunto com resultado negativo, demonstrando desempenho insuficiente, o que prejudica a *performance* desse grupo. A empresa Recrusul S.A. possuía Passivo a descoberto, ou seja, PL negativo em todos os anos analisados, além de resultado operacional negativo nos últimos quatro anos. A empresa Wetzel S.A. apresentou nos últimos três anos Passivo a descoberto,



além de um resultado operacional negativo, no último ano da análise, que praticamente anulou os resultados dos quatro anos anteriores.

Ao considerar os fatos elencados acima, pode-se considerar que o Retorno sobre o Investimento (ROI) do grupo das empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa, no segmento Material Rodoviário, é superior ao grupo das empresas tradicionais.

#### 4.4 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DO ROE OU RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido tem por objetivo demonstrar o valor do lucro em relação ao capital próprio (PL). Sendo um indicador de retorno, quanto maior for seu resultado, melhor é o seu desempenho. Espera-se que seu resultado seja superior à taxa média de juros do mercado, pois demonstra remunerar o risco do investimento (BRAGA, 2012; SILVA, 2012; IUDÍCIBUS, 2010).

Silva (2012) complementa que algumas estratégias podem ser implementadas para ampliar o lucro sobre o capital próprio, tais como:

- a) aumentar o giro do ativo, buscando a eficiência e produtividade do investimento, utilizando ao máximo o faturamento com recursos existentes, buscando ao mínimo investimentos operacionais;
- b) aumentar a lucratividade líquida sobre as vendas, buscando otimizar a estrutura de despesas e custos e aumentar o faturamento por meio do aumento do volume de vendas;
- c) diminuir a utilização de capital de terceiros, obtendo ao máximo o retorno do capital próprio investido, reduzindo a necessidade de investimento no ativo.

Para o cálculo da ROE, optou-se por utilizar o lucro líquido, por ser o lucro mais perceptível como resultado final para os investidores. E o valor utilizado do patrimônio líquido é o do início do período, ou seja, o PL final do ano anterior. Entende-se que a atribuição do valor do PL com base no período anterior é a mais apropriada por não conter o resultado do período, ou seja, o próprio lucro que é utilizado no cálculo do retorno. A fórmula aplicada foi (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{PL inicial}}$$

Na análise do ROE, diferenças significativas foram apontadas, principalmente no

segmento de mercado Material Rodoviário, que conforme levantado no indicador anterior, também teve empresas retiradas e que não compuseram a média aritmética geral do grupo por conter dados que não podem ser considerados. No grupo das tradicionais, a empresa Recrusul S.A. por possuir Resultado negativo e Passivo a descoberto em todo o período analisado. A empresa Wetzel S.A. apresentou resultado negativo em quatro, dos cinco períodos analisados e Passivo a descoberto em três dos cinco anos analisados. A empresa Metalúrgica Riosulense S.A. apresentou prejuízos significativos nos anos 2010 a 2013 e assim teve seu PL praticamente depauperado ao final de 2013. Como obteve lucro no ano de 2014, mostrou um indicador de 15,74, muito superior ao das demais empresas, porém ilusório, pois seu resultado foi fora dos padrões no ano de 2014, comparado ao PL quase inexistente de 2013, distorcendo o indicador médio da empresa e por consequência, distorceria também o da média do grupo se fosse considerado. A média dos indicadores pode ser verificada no Quadro 7.

Quadro 7 – Análise do ROE – Retorno sobre o PL

PAPEL E CELULOSE			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROE	Empresas Tradicionais e Outras	ROE
Fibria Celulose S.A. (NM)	-0,02	Celulose Irani S.A.	0,08
Klabin S.A. (N2)	0,10	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-0,01
Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,01	Santher Fab. De Papel Sta.	-0,16
		Suzano Holding S.A.	0,01
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,03</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-0,02</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,06</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,10</b>
<b>P = 0,49</b>			
MATERIAL RODOVIÁRIO			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROE	Empresas Tradicionais e Outras	ROE
Fras-Le S.A. (N1)	0,12	Plascar Participações Industriais S.A.	-0,11
Iochp Maxion S.A. (NM)	0,18	Recrusul S.A.	
Marcopolo S.A (N2)	0,28	Metalúrgica Riosulense S.A.	
Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,13	Wetzel S.A.	
Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,17		
Tupy S.A. (NM)	0,11		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,17</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-0,11</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,06</b>	<b>Desvio Padrão</b>	
<b>P = 0,00</b>			
COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS			
Empresas com Boas Práticas de GC	ROE	Empresas Tradicionais e Outras	ROE
Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,38	Grazziotin S.A.	0,14
Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	0,09	Guararapes Confecções S.A.	0,18
Marisa Lojas S.A. (NM)	0,18	Lojas Hering S.A.	0,47
Lojas Renner S.A. (NM)	0,32		
<b>Média do Grupo</b>	<b>0,24</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>0,26</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,13</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,18</b>
<b>P = 0,87</b>			

Fonte: Próprio Autor (2016).

Com base nos dados do Quadro 7 verifica-se que não há diferença significativa em relação ao desempenho medido pelo ROA entre os grupos das empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa e o grupo das Tradicionais e Outras nas empresas dos segmentos Papel e Celulose ( $p=0,49$ ), Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados ( $p=0,87$ ). No segmento Material Rodoviário ( $p=0,00$ ), observou-se diferença significativa.

#### 4.5 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DA MARGEM EVA OU VALOR ECONÔMICO AGREGADO

O Valor Econômico Agregado, sinaliza a condição de crescimento e proporciona a avaliação de *performance* e controle de gestão. Seu principal objetivo é medir o desempenho organizacional em relação ao retorno mínimo requisitado sobre o valor investido por seus acionistas. Para tanto, espera-se que o retorno do investimento seja superior ao que seria obtido caso fosse aplicado em outra operação. Neste estudo utilizou-se a fórmula proposta por Lopo et al. (2001) e Martins, Miranda e Diniz (2014), em que o Lucro Líquido já considera as despesas financeiras como sendo a remuneração do capital investido por terceiros. Neste contexto, apenas calcula-se o retorno do investimento esperado sobre o capital próprio (PL).

Embora o cálculo do EVA estabeleça a relação entre o resultado e o retorno do investimento, no presente estudo, dividiu-se o valor encontrado pelo Patrimônio Líquido. Possibilitando assim, a comparação entre empresas de diferentes portes ao determinar uma relação percentual, uma vez que, o cálculo do EVA é atribuído em valor o que impossibilitaria a análise direta. A fórmula utilizada foi:

$$Margem\ EVA = \frac{\text{Lucro Líquido} - (\text{PL inicial} \times \text{custo do capital próprio em percentual})}{\text{PL inicial}}$$

No custo do capital próprio em percentual, para avaliação do retorno mínimo desejado pelos acionistas, utilizou-se 100% da taxa anual de Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Nesse contexto, o indicador que mostrou-se positivo, aponta viabilidade de investimento no negócio. A leitura que se faz desse indicador é que quanto maior o valor e/ou percentual melhor é o desempenho, ou seja, se for positivo significa que a remuneração do capital investido no negócio possui rendimento superior ao que o mercado remuneraria.

Após análise dos dados do quadro 8 verifica-se que não há diferença significativa em relação ao desempenho medido pela Margem EVA entre os grupos das empresas que adotam boas práticas de Governança Corporativa e o grupo das Tradicionais e Outras nas empresas dos

segmentos Papel e Celulose ( $p=0,51$ ), Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados ( $p=0,87$ ). Houve diferença significativa no segmento Material Rodoviário ( $p=0,00$ ).

Complementando a análise acima, observa-se que as médias das margens apuradas na análise da Margem EVA no segmento Papel e Celulose, das sete empresas analisadas, apenas uma pertencente ao grupo das boas práticas apresentou margem positiva, porém muito pequena, ou seja, a maioria das empresas analisadas nesse segmento não apresentou rentabilidade superior ao que uma aplicação financeira remuneraria pelo capital investido. Assim concluiu-se que não existe desempenho superior de um grupo em relação ao outro, visto que os dois grupos não apresentaram *performance* positiva.

No segmento Material Rodoviário, as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa e que por essa razão foram classificadas como grupo das boas práticas de GC mostrou-se superior. Todas as empresas pertencentes a esse grupo apresentaram índice positivo. Por outro lado, no outro grupo, apenas uma empresa participou da comparação, mas mesmo assim, demonstrou uma média negativa, ou seja, a rentabilidade interna apresentada foi inferior ao que o mercado remuneraria em uma aplicação financeira. As demais empresas, como justificado anteriormente, foram retiradas desta comparação por não apresentarem as condições necessárias para apuração do índice.

Quadro 8 – Análise Margem EVA – Valor Econômico Agregado

(continua)

PAPEL E CELULOSE			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EVA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EVA
Fibria Celulose S.A. (NM)	-11,70%	Celulose Irani S.A.	-1,35%
Klabin S.A. (N2)	0,26%	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-10,84%
Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	-9,19%	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	-25,71%
		Suzano Holding S.A.	-8,88%
<b>Média do Grupo</b>	<b>-6,88%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-11,69%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>6,31%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>10,20%</b>
<b>P = 0,51</b>			
MATERIAL RODOVIÁRIO			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EVA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EVA
Fras-Le S.A. (N1)	2,19%	Plascar Participações Industriais S.A.	-20,75%
Iochp Maxion S.A. (NM)	8,68%	Recrusul S.A.	
Marcopolo S.A (N2)	17,96%	Metalúrgica Riosulense S.A.	
Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	3,76%	Wetzel S.A.	
Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	7,49%		
Tupy S.A. (NM)	1,61%		
<b>Média do Grupo</b>	<b>6,95%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-20,75%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>6,10%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>0,00</b>
<b>P = 0,00</b>			

(conclusão)

COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EVA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EVA
Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	27,90%	Grazziotin S.A.	4,51%
Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	-1,15%	Guararapes Confecções S.A.	8,01%
Marisa Lojas S.A. (NM)	8,31%	Lojas Hering S.A.	36,91%
Lojas Renner S.A. (NM)	22,69%		
<b>Média do Grupo</b>	<b>14,44%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>16,48%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>13,29%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>17,79%</b>
<b>P = 0,87</b>			

Fonte: Próprio Autor (2016).

#### 4.6 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DA MARGEM EBITDA

O EBITDA é uma medida de desempenho com essência operacional, pois desconsidera na composição do resultado do período a depreciação, amortização e exaustão, bem como o resultado financeiro e os impostos sobre o lucro. Este indicador é utilizado globalmente, por apurar o resultado gerado pelo negócio, independentemente de sua forma de financiamento, além de desconsiderar as despesas que não impactam no fluxo de caixa. Outro aspecto positivo da utilização do EBITDA é a comparabilidade de resultados ao desconsiderar a legislação tributária no que se refere ao resultado, possibilitando a comparação com empresas no cenário mundial (ASSAF NETO, 2010; CREPALDI; CREPALDI, 2014; ILDÍCIBUS, 2010).

Em contraponto aos aspectos positivos, Crepaldi e Crepaldi (2014) e Silva (2012) destacam que o EBITDA não considera os custos do endividamento. E por não existir uma norma contábil a respeito do seu cálculo, é elaborado de acordo com as particularidades de interpretação de cada companhia na seleção dos critérios para exclusão e inclusão de valores. Fato esse que dificulta a compreensão e comparação do resultado entre empresas. Assaf Neto (2010) também destaca como ponto negativo a desconsideração das necessidades de reinvestimento periódico ao desconsiderar a depreciação. Para o estudo calculou-se novamente o indicador, utilizando-se o valor do Lucro Operacional (antes do resultado financeiro), sendo adicionadas as despesas com Amortização, Depreciação e Exaustão apresentadas nas Demonstrações dos Fluxos de Caixa.

O cálculo do EBITDA é expresso em valor, mas para facilitar a comparação entre empresas de portes diferentes, utilizou-se critério semelhante ao adotado na apuração do indicador EVA. Ou seja, para cálculo da margem EBITDA o resultado encontrado foi dividido

pela Receita Líquida de cada exercício analisado. Martins, Miranda e Diniz (2014) destacam que o cálculo pode ser altamente influenciado pela diversificação de mercado de atuação. Na análise do EBITDA, quanto maior o índice, melhor o desempenho, demonstrando a capacidade de geração de caixa, proveniente de ativos operacionais e capacidade de pagamento aos proprietários (ASSAF NETO, 2010).

Os resultados comparativos entre as médias da Margem EBITDA encontram-se demonstrados no Quadro 9.

Quadro 9 – Análise Margem EBITDA

PAPEL E CELULOSE			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EBITDA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EBITDA
Fibria Celulose S.A. (NM)	43,91%	Celulose Irani S.A.	26,60%
Klabin S.A. (N2)	33,99%	Cia. Melhoramentos de São Paulo	9,59%
Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	30,99%	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	9,32%
		Suzano Holding S.A.	30,45%
<b>Média do Grupo</b>	<b>36,30%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>18,99%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>6,76%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>11,12%</b>
<b>P = 0,65</b>			
MATERIAL RODOVIÁRIO			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EBITDA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EBITDA
Fras-Le S.A. (N1)	13,56%	Plascar Participações Industriais S.A.	8,50%
Iochp Maxion S.A. (NM)	11,72%	Recrusul S.A.	-273,18%
Marcopolo S.A (N2)	11,88%	Metalúrgica Riosulense S.A.	13,63%
Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	16,31%	Wetzel S.A.	4,08%
Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	12,34%		
Tupy S.A. (NM)	15,30%		
<b>Média do Grupo</b>	<b>13,52%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>-61,75%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>1,91%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	
<b>P = 0,00</b>			
COMÉRCIO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS			
Empresas com Boas Práticas de GC	Margem EBITDA	Empresas Tradicionais e Outras	Margem EBITDA
Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	16,34%	Grazziotin S.A.	16,28%
Restoque Comércio e Confeção de Roupas S.A. (NM)	19,52%	Guararapes Confeções S.A.	19,16%
Marisa Lojas S.A. (NM)	15,27%	Lojas Hering S.A.	26,69%
Lojas Renner S.A. (NM)	18,28%		
<b>Média do Grupo</b>	<b>17,35%</b>	<b>Média do Grupo</b>	<b>20,71%</b>
<b>Desvio Padrão</b>	<b>1,91%</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>5,38%</b>
<b>P = 0,30</b>			

Fonte: Próprio Autor (2016).

No Quadro 9 verifica-se que não há diferença significativa em relação ao tipo de prática de Governança Corporativa entre os segmentos Papel e Celulose ( $p=0,65$ ), Comércio de

Tecidos, Vestuário e Calçados ( $p=0,30$ ). Houve diferença significativa no segmento Material Rodoviário ( $p=0,00$ ).

A média da margem EBITDA apurada no segmento Material Rodoviário, ratificou mais uma vez os resultados apresentados até então, ou seja, manteve-se superior no grupo das boas práticas. Novamente, dentro desse grupo, as médias apuradas foram muito homogêneas. Já no grupo das empresas tradicionais a empresa Recrusul, por apresentar margem negativa, baixou muito a média geral do grupo, distanciando ainda mais os resultados entre esses.

#### 4.7 SÍNTESE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

O estudo utilizou cinco indicadores para medir o desempenho econômico-financeiro de vinte e quatro empresas de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, pertencentes a três segmentos de mercado. Foram avaliadas sete empresas do segmento Papel e Celulose, dez empresas pertencentes ao Material Rodoviário e sete empresas do segmento Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados. Em cada segmento de mercado, essas empresas foram divididas em dois grupos, de um lado as empresas pertencentes aos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível Um e Nível Dois da BM&FBOVESPA, classificadas como grupo das Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa, e de outro lado as empresas que não aderiram aos segmentos de listagem e que, no entanto, se submetem apenas às práticas estabelecidas por Lei, no grupo das Empresas Tradicionais e Outras.

A análise dos indicadores apontou que em dois dos três segmentos de mercado estudados, Papel e Celulose e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados, não foram encontradas diferenças significativas entre os desempenhos dos grupos. Porém, no segmento Material Rodoviário, o grupo das empresas com boas práticas de GC demonstrou desempenho superior na quase totalidade dos indicadores analisados. Para esse segmento o estudo demonstrou que a Governança Corporativa influencia no desempenho econômico-financeiro das empresas.

Quadro 10 – Indicadores - Média dos Grupos

Indicadores	Papel e Celulose		Material Rodoviário		Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados	
	Boas Práticas de GC	Tradicionais e Outras	Boas Práticas de GC	Tradicionais e Outras	Boas Práticas de GC	Tradicionais e Outras
<b>Média ROA</b>	0,05	0,04	0,09	-0,01	0,17	0,18
<b>Média ROI</b>	0,06	0,06	0,11	0,07	0,23	0,26
<b>Média ROE</b>	0,03	-0,02	0,17	-0,11	0,24	0,26
<b>Média Margem EVA</b>	-6,88%	-11,69%	6,95%	-20,75%	14,44%	16,48%
<b>Média Margem EBITDA</b>	36,30%	18,99%	13,52%	-61,75%	17,35%	20,71%

Fonte: Próprio Autor (2016).

A síntese dos resultados obtidos-está demonstrada-no Quadro 10, porém a análise não se restringiu apenas às médias demonstradas. Outros fatores importantes foram considerados, levando-se em conta a análise de informações adicionais levantadas nas Demonstrações Financeiras anuais, apontadas na análise individual de cada indicador.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Governança Corporativa surgiu com a preocupação de zelar pelas boas relações entre os vários interessados na condução das empresas, especialmente nas relações entre proprietários e administradores gestores e nas relações entre controladores e minoritários. A Governança Corporativa estabelece regras de relacionamento entre a administração da empresa, seu Conselho de Administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Também auxilia na criação de estrutura para construção e definição dos objetivos da empresa, dos meios para alcançá-los até o monitoramento dos desempenhos. A boa Governança Corporativa precisa fornecer incentivos adequados aos Conselhos de Administração e gestores, para que os objetivos estabelecidos sejam alcançados, preservando os interesses da empresa e de seus acionistas. Também deve facilitar o acompanhamento e divulgação transparente das informações. Um sistema eficaz de Governança Corporativa conduz a um clima de confiança, necessário para o bom funcionamento do mercado (OECD, 2004).

Os governos se interessaram pelo tema, a partir do momento em que as empresas se tornaram grandes corporações, com responsabilidades que extrapolavam as dimensões internas das empresas, ou seja, exerciam papel importante na sociedade. Zelar pela transparência, pela responsabilidade social e ambiental e pelos cuidados que proporcionariam longevidade ao negócio, passou a ser preocupação da sociedade como um todo.

Neste sentido os governos e sociedade exerceram papel importante para o desenvolvimento da Governança Corporativa, ao incentivar a criação de códigos e leis específicos que aprimoraram o tema nas economias mais desenvolvidas. Aos poucos, países com mercados menos desenvolvidos obrigaram-se a desenvolver práticas semelhantes, visando tornar seus mercados mais atrativos.

No Brasil, as iniciativas da BM&FBOVESPA surgiram em dezembro de 2000, com a criação dos Níveis Diferenciados, Novo Mercado, Nível Dois e Nível Um, conferindo às empresas que aderissem a esses segmentos um selo de qualidade e marca de compromisso. Segundo Silva (2012), esses compromissos demonstram ao investidor segurança na qualidade das informações, conseqüentemente reduz as incertezas e o risco do investimento, atraindo mais investidores, o que reforça o mercado de capitais. A adesão voluntária a qualquer dos níveis é por meio de contrato entre a empresa, seus controladores, administradores e a BM&FBOVESPA. Compete às empresas o atendimento ao Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e à BM&FBOVESPA a fiscalização e, em sendo necessário, a aplicação de punição em caso de infração.

O estudo partiu do princípio que ao aderir aos níveis diferenciados de Governança Corporativa no Novo Mercado, Níveis Dois e Um, as empresas atendem, por meio do compromisso assumido em contrato, às exigências estabelecidas no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Assim, não se propôs avaliar a qualidade da Governança Corporativa praticada por estas empresas. Seu objetivo foi analisar a relação existente entre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro. Para isso, selecionou-se a amostra, que foram as empresas de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, nos segmentos de mercado Papel e Celulose, Material Rodoviário e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados. Para garantir uma análise consistente trabalhou-se com um cenário de cinco anos para a análise, os períodos de 2010 a 2104.

Atendendo aos objetivos específicos, foram selecionados cinco indicadores de desempenho para medir a *performance* econômico-financeira, individual e em grupo das empresas, sendo eles: o Retorno do Ativo (ROA), o Retorno sobre o Investimento (ROI), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), a Margem do Valor Econômico Agregado (Margem EVA) e a Margem do Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Margem EBITDA). As empresas dos segmentos de mercado escolhidos foram divididas em dois grupos: Grupo das Empresas com Boas Práticas de GC, composto pelas empresas com adesão aos segmentos de listagem Novo Mercado, Nível Dois e Nível Um e Grupo das Tradicionais e Outras, composto pelas empresas sem adesão, que se submetem apenas às exigências legais.

Após seleção dos indicadores e definidas as empresas da amostra, foram levantadas as Demonstrações Financeiras do período e calculados os indicadores. Depois realizados os cálculos, por período e por indicador, apurou-se a média dos cinco anos por indicador. Dentro de cada segmento de mercado, as empresas foram divididas em dois grupos e apuradas as médias por grupo e por indicador, o desvio padrão e o Valor-P.

Para auxiliar na comparação das médias foi realizada a estatística descritiva. Após foi testada a normalidade dos dados através do teste de Shapiro Wilk e a homogeneidade das variâncias pelo teste de Levene e as comparações entre dois grupos foi realizada pelo Teste t e análise de variância ao nível de significância de 5%. O uso da Análise de Variância em conjunto com a estatística descritiva foi fundamental, pois em algumas situações a diferença apurada não era de fácil análise e compreensão. Os segmentos de mercado Papel e Celulose e Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados não apresentaram diferença estatística significativa entre os grupos analisados, levando a interpretação de que não existe diferença entre os seus desempenhos. No entanto, ao contrário dos segmentos acima, o segmento Material Rodoviário

apontou desempenho superior, do Grupo das Empresas com Boas Práticas de GC, em quase todos os indicadores analisados. Diante do exposto, o estudo suporta parcialmente a indicação de desempenho econômico-financeiro superior das empresas com boas práticas de Governança Corporativa em relação ao grupo das tradicionais.

O tamanho da amostra utilizada pode ser considerado uma das causas para limitação da presente pesquisa. Assim, sugere-se para estudos futuros a aplicação de uma pesquisa com uma amostra maior, que poderia abarcar a totalidade das empresas de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, por segmento. Outra pesquisa sugerida, a partir dos resultados levantados é o estudo específico do segmento Material Rodoviário. Uma pesquisa focada apenas nesse segmento, contemplando outros fatores externos pode atribuir, ou não, à Governança Corporativa as causas do bom desempenho econômico-financeiro encontrado no grupo de empresas com adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa.

O estudo, apesar de não apresentar conclusão unânime sobre o assunto estudado, ratifica os resultados encontrados em outras pesquisas realizadas no Brasil, como as pesquisas realizadas por Costa (2008), Lopes, Bernardes e Lara (2009), Alves (2010), Colombo e Galli (2010), Souza (2011), Ptizer (2011), Fernandes, Dias e Cunha (2011), que não encontraram relação entre adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro superior, apesar de reconhecerem que a Governança Corporativa é um processo irreversível. Em outros estudos como os de Gotardelo (2006), Francisco (2006), Backes et al. (2009), Catapan (2011), Macedo e Corrar (2012), Catapan e Colauto (2014), encontraram relação positiva total ou parcial. Este estudo contribui por aumentar e incentivar outros estudiosos do assunto, na busca de respostas mais precisas, ou mesmo para acompanhar o processo de maturidade da Governança Corporativa no Brasil e as implicações da sua adoção nos desempenhos das empresas.

## REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, P. Impact of corporate governance on corporate financial performance. **Journal of Business and Management**. v. 13, n. 3, p. 01-05, 2013.
- ALVES, E. S. **Governança Corporativa, desempenho e risco no Brasil**. Dissertação de Mestrado Profissional em Regulação e Gestão de Negócios. Universidade de Brasília. Brasília, 2010.
- AMBA, S. M. Corporate governance and firms' financial performance. **Journal of Academic and Business Ethics**, v. 8, p. 1, 2014.
- ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada à administração e economia**. Trad. José Carlos Barbosa dos Santos. 2. ed. – São Paulo: Thomson Learning, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BACKES, R. G. et al. **Governança Corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. Enfoque Reflexão Contábil**, 2009.
- BAZERMAN, M.H., LOEWENSTEIN, G., MOORE, D.A. Why good accountants do bad audits. **Harvard Business Review**, v.80, n.11, p. 96-103, 2002.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BERTHELOT, S.; MORRIS, T.; MORRILL, C. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010.
- BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 22 jan. 2015.
- BNDES. **Histórico do apoio do BNDES aos mercados de acesso**. 2015. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Apoio\\_Financeiro/Renda\\_Variavel/BNDES\\_Ofertas\\_Mercado\\_Acesso/historico\\_mercados\\_acesso.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Renda_Variavel/BNDES_Ofertas_Mercado_Acesso/historico_mercados_acesso.html)>. Acesso em: 15 fev. 2015.
- BRAGA, H. R. **Demonstrações contábeis: estrutura, análise e interpretação**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Que altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República**. Poder Executivo, Brasília, DF, 31 out. 2001. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm)>. Acesso em: 22 jan 2015.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República**. Poder Executivo, Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: <  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm) >. Acesso em: 22 jan. 2015.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República**. Poder Executivo, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 22 jan. 2015.

BRIS, A.; BRISLEY, N.; CABOLIS, C. Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 224-240, 2008.

CADBURY, A. **Cadbury report**: The financial aspects of corporate governance. Tech rept, HMG, London, 1992.

CARVALHO, N. **Origens do IBMEC e o desenvolvimento do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Publit Soluções Editoriais, 2012.

CATAPAN, A. **Análise da relação entre a Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Contabilidade. Universidade Federal do Paraná, 2011.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança Corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v.59, n.3, p. 137-164, 2014.

CHENA, K. C. W.; CHENB, Z.; WEIA, J. K. C. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 3, p. 273-289, 2009.

CHURCHILL JR., G. A. **Marketing research**: methodological foundations. Orlando: The Dryden Press, 1999.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança Corporativa no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais. **Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão**, Lisboa, v. 9, n. 4. out. 2010.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COSTA, G. S. **A influência da Governança Corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas. Repositório Institucional PUCRS. Porto Alegre, 2008.

CREPALDI, S. A; CREPALDI, G.S. **Contabilidade Gerencial**: teoria e prática. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CVM. **Mercado de valores mobiliários brasileiro/comissão de valores mobiliários**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

DEMO, P. **Metodologia científica em ciências sociais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

DOBIJA, D. **Emergence of Corporate Contract Set**. Governance and Accountability: Standing Orders of the East India Company, p. 1600-1621, 2008.

ERNST YOUNG. **Pesquisa OECD**. Disponível em:

<[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-oecd-principles-of-corporate-governance-comments-on-proposed-revisions/\\$FILE/EY-oecd-principles-of-corporate-governance-comments-on-proposed-revisions.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-oecd-principles-of-corporate-governance-comments-on-proposed-revisions/$FILE/EY-oecd-principles-of-corporate-governance-comments-on-proposed-revisions.pdf)>. Acesso em: 19 abr. 2015.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O. D.; CUNHA, J. V. A. Governança Corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. **Revista organizações em contexto**. v. 6, 2011.

FERREIRA, R. N. **Governança Corporativa e desempenho**: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto. Tese de Doutorado em Administração. Universidade Federal de Lavras, 2012.

FRANCISCO, T. F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo, 2006.

FRC. **Comply or explain**: 20th anniversary of the uk corporate governance code. In. The Financial Reporting Council Limited. 2012. Disponível em: <<https://www.frc.org.uk>>. Acesso em: 18 abr. 2015.

FREUND, J. E.; SIMON, G. A. **Estatística aplicada**: economia, administração e contabilidade. 9.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GARRISON, R. H.; NOREEN, E. W.; BREWER P. C. **Contabilidade Gerencial**. 14. ed. Porto Alegre, 2013.

GIOIELLI, R. L. P. **Empresa, sociedade e comunicação**: debates e tendências na transição pós-moderna. Tese de Doutorado em Meios e Processos Audiovisuais na USP. São Paulo, 2012.

GOLDRATT, E. M.; COX, J. **A meta**: um processo de melhoria contínua. 2. ed. São Paulo: Nobel, 2002.

GOTARDELO, D. R. **Estudo das práticas de Governança Corporativa e o desempenho organizacional**: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado. Dissertação de Mestrado em Administração da Faculdade de Administração. PUC Minas, 2006.

GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Is corporate governance relevant during the financial crisis?. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 23, p. 85-110, 2013.

IBGC. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo, SP : IBGC, 2009. Disponível em: < [http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo\\_Final\\_4a\\_Edicao.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf)>. Acesso em: 20 nov. 2015.

IUDÍCIBUS, S. de. **Análise de balanços**. 10.ed. 3. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JORDAN, C. **Cadbury twenty years on: center for transnational legal studies London**. In. **Faculty paper and publications**. 2012. Disponível em: [http://scholarship.law.georgetown.edu/ctls\\_papers/4/](http://scholarship.law.georgetown.edu/ctls_papers/4/). Acesso em: 22 fev. 2015.

KATO, J. M. **Curso de finanças empresariais: Fundamentos de gestão financeira em empresas**. São Paulo: M.Books do Brasil Editora Ltda, 2012.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. In: **World Bank Policy Research Working**. Paper nº 2818, 2002.

KPMG. **A Governança Corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus formulários de referência 2013/2014**. ACI – Audit Committee Institute, 2013. Disponível em: <[http://www.kpmg.com/br/pt/estudos\\_analises/artigosepublicacoes/paginas/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-capitais.aspx](http://www.kpmg.com/br/pt/estudos_analises/artigosepublicacoes/paginas/a-governanca-corporativa-e-o-mercado-capitais.aspx)>. Acesso em: 19 jan. 2015.

KPMG. **A lei sarbanes-oxley**. 2003. Disponível em: <[http://www.kpmg.com.br/images/Sarbanes\\_Oxley.pdf](http://www.kpmg.com.br/images/Sarbanes_Oxley.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2015.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**. v. 58, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**. v. 52, n.3, 1997.

LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 6.ed São Paulo: Atlas, 2008.

LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P.; LARA, L. C. Governança Corporativa e Desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Economia & Gestão**, v.9, n.19, p.26-43, 2009.

LOPO, A. et al. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2001, p.246.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J. **Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de Governança Corporativa no Brasil**. Revista Contabilidade e Controladoria. UFPR, 2012.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, J. A.; MIRANDA, G. J, E.; DINIZ. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2014.

**MINAYO, M. C. S. Pesquisa social: teoria, método e criatividade. 19.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 2001**

NTIM, C. G. An integrated corporate governance framework and financial performance in South African-listed Corporations. **SAGE South African Journal of Economics**. v. 81, 3, p. 373 -392, 2013.

OCASIO, W.; JOSEPH, J. Cultural adaptation and institutional change: The evolution of vocabularies of corporate governance, 1972–2003. **Poetics**, v. 33, n. 3, p. 163-178, 2005.

OECD. **OECD Principles of corporate governance**. Paris: OECD, 1999. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 22 já. 2015.

OECD. **OECD**. Disponível em: < <http://www.oecd.org/about/> > Acesso em: 22 jan. 2015.

OECD. **Principles of corporate governance**. Paris: OECD, 2004. Disponível em: < <http://www.oecd.org>>. Acesso em: 22/01/2015.

PETERS, M. **Implantando e gerenciando a lei Sarbanes-Oxley: Governança Corporativa agregando valor aos negócios**. São Paulo: Atlas, 2007.

PITZER, M. **A influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na bovespa**. 2011. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial. Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2010.

PRAHALAD, C. K. **A riqueza na base da pirâmide: como erradicar a pobreza com o lucro**. Tradução Bazán Tecnologia e Linguística. Porto Alegre: Bookman, 2005.

REDDY, K.; LOCKE, S.; SCRIMGEOUR, F. The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 3, p. 190-219, 2010.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSENBERG, H. **A traitor to his Class: Robert A.G. Monks and the battle to change corporate America**. John Wiley & Sons, Inc. Estados Unidos da América, 1999.

ROSSETTI, J. P; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v.48, n.2, 2008.

SILVA, A. A. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012b.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.



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

SILVA, E. C. **Governança Corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012a.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** Tese de doutorado, Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2004.

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

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas.** São Paulo: Nova Cultural, v 2. p. 214, 1996.

SOUZA, R. A. G. **Práticas de Governança Corporativa diferenciadas e desempenho: Um estudo aplicado em empresas do novo mercado da BM&FBOVESPA .** Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais. PUCSP. São Paulo, 2011.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE. **Report of the committee on: the financial aspects of corporate governance.** London, 1992. Disponível em: < <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>>. Acesso em: 19 abr. 2015.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE. **The cadbury archive/the cadbury report.** 2015. Disponível em: < <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>>. Acesso em 19/04/2015.

WESSELS, R.; WANSBEEK, T. **What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance?** Center for Economic Studies & Ifo Institute, 2014.

YAHYA, A. S. B.; SHUKERI, S. N. **Corporate governance and firm financial performance for Malaysian public listed company.** Advances in Environmental Biology. P. 383, 2014.

ZHANG, I. X. Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, n. 1, p. 74-115, 2007.

## APÊNDICE A – MÉDIA ROA POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO

Segmento de Mercado	Razão Social	ROA 2010	ROA 2011	ROA 2012	ROA 2013	ROA 2014	Média ROA
Papel e Celulose	Fibria Celulose S.A. (NM)	0,03	0,01	0,03	0,06	0,06	0,04
	Klabin S.A. (N2)	0,07	0,06	0,12	0,08	0,09	0,09
	Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,06	0,03	0,02	0,04	0,04	0,04
	Celulose Irani S.A.	0,08	0,05	0,06	0,08	0,06	0,07
	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-0,02	0,00	0,01	0,01	0,04	0,01
	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	-0,02	0,03	0,04	0,08	0,13	0,05
	Suzano Holding S.A.	0,11	0,03	0,02	0,04	0,04	0,05
Material Rodoviário	Fras-Le S.A. (N1)	0,08	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07
	Iochp Maxion S.A. (NM)	0,14	0,16	0,07	0,08	0,07	0,10
	Marcopolo S.A (N2)	0,13	0,13	0,11	0,10	0,06	0,11
	Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,06	0,10	0,11	0,13	0,11	0,10
	Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,14	0,12	0,04	0,10	0,08	0,09
	Tupy S.A. (NM)	0,11	0,09	0,05	0,06	0,04	0,07
	Plascar Participações Industriais S.A.	0,07	0,10	-0,01	-0,03	0,04	0,03
	Recrusul S.A.	0,04	-0,26	-0,08	-0,03	-0,34	-0,13
	Metalúrgica Riosulense S.A.	0,08	0,10	0,01	0,07	0,04	0,06
	Wetzel S.A.	0,04	0,04	0,04	0,09	-0,18	0,01
Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados	Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,37	0,29	0,22	0,22	0,20	0,26
	Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	0,25	0,22	0,08	0,06	0,05	0,13
	Marisa Lojas S.A. (NM)	0,16	0,13	0,15	0,08	0,07	0,12
	Lojas Renner S.A. (NM)	0,19	0,17	0,17	0,16	0,16	0,17
	Grazziotin S.A.	0,09	0,09	0,09	0,11	0,11	0,10
	Guararapes Confecções S.A.	0,16	0,14	0,13	0,13	0,12	0,13
	Lojas Hering S.A.	0,32	0,36	0,33	0,33	0,26	0,32

Fonte: Próprio Autor (2016).

## APÊNDICE B – MÉDIA ROI POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO

Segmento de Mercado	Razão Social	ROI 2010	ROI 2011	ROI 2012	ROI 2013	ROI 2014	Média ROI
Papel e Celulose	Fibria Celulose S.A. (NM)	0,04	0,01	0,03	0,07	0,07	0,04
	Klabin S.A. (N2)	0,08	0,08	0,15	0,09	0,11	0,10
	Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,08	0,04	0,03	0,05	0,04	0,05
	Celulose Irani S.A.	0,11	0,07	0,09	0,11	0,08	0,09
	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-0,05	0,00	0,02	0,01	0,06	0,01
	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	-0,04	0,04	0,06	0,12	0,19	0,08
	Suzano Holding S.A.	0,08	0,04	0,03	0,04	0,05	0,05
Material Rodoviário	Fras-Le S.A. (N1)	0,10	0,07	0,07	0,09	0,08	0,08
	Iochp Maxion S.A. (NM)	0,18	0,22	0,10	0,11	0,10	0,14
	Marcopolo S.A (N2)	0,16	0,17	0,15	0,13	0,07	0,14
	Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,08	0,12	0,14	0,17	0,15	0,13
	Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,09	0,15	0,05	0,11	0,09	0,10
	Tupy S.A. (NM)	0,15	0,11	0,06	0,08	0,05	0,09
	Plascar Participações Industriais S.A.	0,09	0,13	-0,01	-0,04	0,05	0,05
	Recrusul S.A.	-0,37	0,96	0,20	0,09	0,42	0,26
	Metalúrgica Riosulense S.A.	0,12	0,16	0,02	0,19	0,03	0,10
	Wetzel S.A.	0,15	0,12	0,13	0,29	-0,85	-0,03
Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados	Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,53	0,37	0,26	0,26	0,23	0,33
	Restoque Comércio e Confeção de Roupas S.A. (NM)	0,34	0,30	0,11	0,07	0,05	0,18
	Marisa Lojas S.A. (NM)	0,24	0,18	0,19	0,11	0,09	0,16
	Lojas Renner S.A. (NM)	0,28	0,26	0,24	0,22	0,23	0,25
	Grazziotin S.A.	0,13	0,13	0,13	0,15	0,16	0,14
	Guararapes Confeções S.A.	0,22	0,19	0,17	0,17	0,17	0,18
	Lojas Hering S.A.	0,49	0,55	0,48	0,47	0,35	0,47

Fonte: Próprio Autor (2016).

## APÊNDICE C – MÉDIA ROE POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO

Segmento de Mercado	Razão Social	ROE 2010	ROE 2011	ROE 2012	ROE 2013	ROE 2014	Média ROE
Papel e Celulose	Fibria Celulose S.A. (NM)	0,04	-0,06	-0,05	-0,05	0,01	-0,02
	Klabin S.A. (N2)	0,12	0,04	0,15	0,05	0,14	0,10
	Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,10	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	0,01
	Celulose Irani S.A.	0,08	0,02	0,06	0,15	0,12	0,08
	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-0,08	-0,01	0,00	-0,01	0,04	-0,01
	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	-0,22	-0,30	-0,36	-0,27	0,35	-0,16
	Suzano Holding S.A.	0,10	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	0,01
Material Rodoviário	Fras-Le S.A. (N1)	0,17	0,14	0,07	0,11	0,11	0,12
	Iochp Maxion S.A. (NM)	0,24	0,29	0,12	0,19	0,08	0,18
	Marcopolo S.A (N2)	0,40	0,36	0,26	0,22	0,15	0,28
	Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	0,11	0,14	0,13	0,14	0,14	0,13
	Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	0,26	0,24	0,05	0,17	0,15	0,17
	Tupy S.A. (NM)	0,18	0,21	0,06	0,07	0,05	0,11
	Plascar Participações Industriais S.A.	0,03	0,04	-0,20	-0,18	-0,24	-0,11
	Recrusul S.A.	0,29	2,28	0,31	0,22	0,99	0,82
	Metalúrgica Riosulense S.A.	-0,15	-0,10	-0,71	-0,93	15,74	2,77
	Wetzel S.A.	-0,36	-0,60	-16,74	-0,33	4,37	-2,73
Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados	Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	0,54	0,63	0,25	0,24	0,22	0,38
	Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	0,24	0,25	0,06	-0,09	-0,03	0,09
	Marisa Lojas S.A. (NM)	0,29	0,22	0,27	0,08	0,05	0,18
	Lojas Renner S.A. (NM)	0,36	0,33	0,31	0,31	0,32	0,32
	Grazziotin S.A.	0,13	0,13	0,13	0,16	0,17	0,14
	Guararapes Confecções S.A.	0,20	0,19	0,16	0,17	0,17	0,18
	Lojas Hering S.A.	0,57	0,56	0,44	0,41	0,35	0,47

Fonte: Próprio Autor (2016).

**APÊNDICE D – MÉDIA MARGEM EVA POR EMPRESA E POR SEGMENTO DE MERCADO**

Segmento de Mercado	Razão Social	Margem EVA 2010	Margem EVA 2011	Margem EVA 2012	Margem EVA 2013	Margem EVA 2014	Média Margem EVA
<b>Papel e Celulose</b>	Fibria Celulose S.A. (NM)	-5,75%	-17,23%	-13,20%	-12,66%	-9,69%	-11,70%
	Klabin S.A. (N2)	2,59%	-8,05%	6,77%	-2,71%	2,73%	0,26%
	Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	0,03%	-12,36%	-10,28%	-10,07%	-13,26%	-9,19%
	Celulose Irani S.A.	-1,99%	-9,59%	-2,71%	6,78%	0,77%	-1,35%
	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-18,14%	-12,42%	-8,01%	-8,88%	-6,76%	-10,84%
	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	-31,30%	-42,01%	-44,09%	-35,27%	24,14%	-25,71%
	Suzano Holding S.A.	-0,02%	-11,16%	-10,17%	-10,11%	-12,94%	-8,88%
<b>Material Rodoviário</b>	Fras-Le S.A. (N1)	6,79%	2,02%	-1,26%	2,81%	0,58%	2,19%
	Iochp Maxion S.A. (NM)	14,56%	17,07%	3,11%	11,31%	-2,65%	8,68%
	Marcopolo S.A (N2)	30,29%	24,12%	17,41%	14,19%	3,79%	17,96%
	Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	1,69%	2,45%	4,98%	6,16%	3,50%	3,76%
	Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	15,87%	11,92%	-2,97%	8,45%	4,18%	7,49%
	Tupy S.A. (NM)	7,77%	9,36%	-2,17%	-0,78%	-6,12%	1,61%
	Plascar Participações Industriais S.A.	-6,65%	-7,26%	-28,74%	-26,46%	-34,65%	-20,75%
	Recrusul S.A.	18,98%	215,91%	22,49%	13,67%	88,22%	71,86%
	Metalúrgica Riosulense S.A.	-24,38%	-21,87%	-79,05%	-101,13%	1563,07%	267,33%
	Wetzel S.A.	-45,95%	-71,31%	-	-40,90%	426,22%	-282,80%
<b>Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados</b>	Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	44,24%	51,06%	16,83%	16,29%	11,10%	27,90%
	Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	14,31%	13,02%	-2,49%	-16,91%	-13,68%	-1,15%
	Marisa Lojas S.A. (NM)	19,21%	9,97%	18,41%	0,16%	-6,20%	8,31%
	Lojas Renner S.A. (NM)	25,80%	21,39%	22,37%	23,14%	20,76%	22,69%
	Grazziotin S.A.	3,07%	1,25%	4,59%	7,76%	5,88%	4,51%
	Guararapes Confecções S.A.	10,32%	7,06%	7,93%	8,58%	6,16%	8,01%
	Lojas Hering S.A.	47,64%	44,68%	35,36%	32,52%	24,33%	36,91%

Fonte: Próprio Autor (2016).

**APÊNDICE E – MÉDIA MARGEM EBITDA POR EMPRESA E POR SEGMENTO  
DE MERCADO**

Segmento de Mercado	Razão Social	Margem EBITDA 2010	Margem EBITDA 2011	Margem EBITDA 2012	Margem EBITDA 2013	Margem EBITDA 2014	Média Margem EBITDA	
Papel e Celulose	Fibria Celulose S.A. (NM)	43,67%	37,86%	39,30%	50,05%	48,67%	43,91%	
	Klabin S.A. (N2)	28,53%	26,55%	44,98%	29,49%	40,41%	33,99%	
	Suzano Papel e Celulose S.A. (N1)	37,16%	26,85%	24,49%	32,78%	33,67%	30,99%	
	Celulose Irani S.A.	30,39%	24,10%	27,98%	27,28%	23,28%	26,60%	
	Cia. Melhoramentos de São Paulo	-15,59%	5,29%	20,67%	12,12%	25,44%	9,59%	
	Santher Fab. De Papel Sta. Terezinha S.A	4,03%	8,42%	9,09%	11,22%	13,84%	9,32%	
	Suzano Holding S.A.	36,98%	26,03%	23,70%	32,24%	33,32%	30,45%	
Material Rodoviário	Fras-Le S.A. (N1)	14,81%	11,76%	12,95%	14,57%	13,68%	13,56%	
	Iochp Maxion S.A. (NM)	14,02%	14,15%	8,43%	10,87%	11,13%	11,72%	
	Marcopolo S.A (N2)	13,20%	13,78%	11,52%	11,89%	9,01%	11,88%	
	Mahle-Metal Leve S.A. (NM)	13,32%	16,74%	17,10%	17,81%	16,55%	16,31%	
	Randon S.A. Implementos e Participações (N1)	14,31%	13,17%	8,00%	13,26%	12,98%	12,34%	
	Tupy S.A. (NM)	17,42%	15,44%	12,62%	14,86%	16,15%	15,30%	
	Plascar Participações Industriais S.A.	10,27%	13,19%	4,01%	2,31%	12,70%	8,50%	
	Recrusul S.A.	12,12%	-241,29%	-47,09%	-12,06%	-	1077,58%	-273,18%
	Metalúrgica Riosulense S.A.	17,73%	18,23%	7,84%	14,47%	9,86%	13,63%	
	Wetzel S.A.	6,73%	7,08%	8,87%	12,17%	-14,47%	4,08%	
Comércio de Tecidos, Vestuário e Calçados	Arezzo Indústria e Comércio S.A. (NM)	16,71%	17,34%	15,78%	16,56%	15,32%	16,34%	
	Restoque Comércio e Confecção de Roupas S.A. (NM)	21,08%	21,37%	15,42%	16,96%	22,76%	19,52%	
	Marisa Lojas S.A. (NM)	18,76%	16,75%	17,34%	11,97%	11,52%	15,27%	
	Lojas Renner S.A. (NM)	17,71%	17,61%	17,92%	18,71%	19,45%	18,28%	
	Grazziotin S.A.	15,46%	15,34%	14,96%	18,08%	17,55%	16,28%	
	Guararapes Confecções S.A.	21,38%	19,80%	18,45%	18,35%	17,85%	19,16%	
	Lojas Hering S.A.	27,28%	29,15%	27,32%	26,13%	23,59%	26,69%	

Fonte: Próprio Autor (2016).