

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**  
**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuariais**  
**Curso de Administração de Empresas**

**ARTIGO CIENTÍFICO**

**O DESEMPENHO DAS EMPRESAS QUE ADEREM GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NA BM&F BOVESPA**

Relatório final de Iniciação Científica elaborado pela acadêmica **Elaina Nassiff** do curso de graduação em **Administração de Empresas** da Faculdade **Pontifícia Universidade Católica de São Paulo** sob a orientação dos professores **Luciano A. Prates Junqueira / Paulo Romaro** da FEA PUC-SP

**São Paulo**  
**2014**

**SUMÁRIO**

<b>1 RESUMO .....</b>	<b>3</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>4</b>
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>8</b>
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>18</b>
<b>5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>19</b>

## 1 RESUMO

A presente pesquisa analisou o desempenho das empresas que aderem as boas práticas de Governança Corporativa no mercado de capitais do Brasil. Foram utilizados os *rankings* de boas práticas de Governança Corporativa da revista Capital Aberto, de 2007 até 2012, anualmente correlacionando aos respectivos excessos de retorno, ponderados pelo risco, obtidos na BM&F Bovespa, das ações das empresas que compõem o *ranking* da revista. Adicionalmente, se fez levantamento de dados de cotações de preços de ações na bolsa de valores e testes empíricos visando responder se existe uma correlação entre governança corporativa e o desempenho de valor destas empresas na bolsa de valores. Para os cálculos do resultado, foi utilizado o teste de correlação por postos de Spearman. Os resultados obtidos não evidenciaram tendência de criação ou destruição de valor das empresas que aderem boas práticas de Governança Corporativa. Conclui-se que a boa governança contempla justa estrutura legal, boa comunicação interna e externa, busca consenso nas relações sociais, desenvolvimento econômico, e permanentes fiscalizações.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Teoria de Agência, Rentabilidade.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

A economia brasileira, nas últimas décadas, passou por grandes mudanças, como estabilidade macroeconômica; aumento no grau de investimento; o crescimento econômico, incluindo grandes empresas brasileiras, tornando-se concorrentes de classe mundial; renascimento do mercado de ações, incluindo o surgimento do Nível I, Nível II de Governança Corporativa e Novo Mercado; a inflação durante as décadas de 1980 e 1990 era muitas vezes de dois dígitos mensais, caiu para cerca de 5% ao ano; e as taxas de juros reais se mantêm elevada.

A pergunta de pesquisa é : “Porque aderem à Governança Corporativa, as empresas têm melhorias no desempenho de valor?”.

O objetivo geral é: “Analisar a correlação entre o desempenho das empresas listadas na BM&F Bovespa e aderência nas boas práticas de Governança Corporativa.”

E os objetivos específicos são: “Identificar o valor de retorno no mercado das empresas que aderem a Governança Corporativa”, e “Verificar a relação de agência entre administradores e acionistas”, esse último apenas em teoria.

Esta presente pesquisa em Iniciação Científica trata de uma questão em destaque nos meios empresariais, que é a relação entre as empresas que aderem boas práticas de governança corporativa e até quanto isto está relacionado ao retorno das ações dessas empresas cotadas na bolsa.

A Governança Corporativa é recente na historia do capitalismo, considerada oficialmente em 1992, no *CadburyReport*, o primeiro código de melhores praticas de governança. (ANDRADE & ROSSETI, 2007).

Silveira (2002) e Tavares (2006) afirmam que, no início do século XX, as empresas começaram a crescer, aumentando drasticamente seu tamanho, sua tecnologia, sua complexidade de controle, sua internacionalização, em meio um cenário de mercado de capitais mais exigentes, de mais investimentos e iniciando a separação de propriedade e controle.

Segundo Pinheiro (2012), as principais vantagens na utilização de ações como fonte de recursos financeiros nas empresas são: não acarretam encargos fixos, não têm prazo de resgate, abastecem uma garantia contra perdas para os

credores da empresa e proporcionam para o investidor uma melhor barreira contra a inflação. As desvantagens na utilização de ações são: a venda de novas ações ordinárias estende o direito de voto ou controle aos novos compradores, proporciona participação nos lucros aos novos proprietários e os dividendos não são dedutíveis do Imposto de Renda, como os benefícios de tributos que se têm ao emitir debêntures.

Ainda segundo Pinheiro (2012), no mercado de capitais se permite a visualização dos títulos e a possibilidade de liquidação desses títulos pelos interessados envolvidos na operação financeira. Os principais participantes são: Comissão de Valores Mobiliários, Bolsa de Valores, Sociedade de Corretoras de Títulos de Valores Mobiliários, Investidores, Bancos Múltiplos e de Investimentos e Companhias de Capital Aberto.

Fortuna (2011) descreve que as ações podem ser ordinárias com direito ao voto ou preferenciais com o direito de preferência sobre os lucros a serem distribuídos aos acionistas.

Os acionistas tem direito a todas as informações da empresa para que possam decidir o que fazer com o seu direito de sócio. A empresa tem por obrigação divulgar os balanços, balancetes, notas explicativas, informações contábeis e pareceres de auditores externos que demonstrem o desempenho da empresa.

Andrade e Rosseti (2007) citam três razões para aderir Governança Corporativa:

- necessidade de gerência no relacionamento acionistas-corporações, que se origina da separação entre propriedade e gestão, conseqüentemente pulverização de acionistas que buscam otimização dos retornos, inconformidades estatutárias, necessitando de criação de relações mais transparentes, democracia acionária e justa retribuição dos investidores;
- constituição dos conselhos de administração para resguardar os interesses dos acionistas e a relação entre decisões da diretoria e o conselho;
- atuação da direção executiva e os conflitos de agência entre acionistas e gestores das empresas, uma vez que há gestores que tendem a gerar resultados de curto prazo, apenas para pagamentos de prêmios.

A Governança Corporativa propõe criar um ambiente mais seguro, transparente e por diante, mais atrativo aos investidores, stakeholders, aos acionistas e todos os grupos envolvidos no processo corporativo, como investidores, funcionários e fornecedores, conforme cita Silveira (2005).

Os modelos de Governança apresentam algumas diferenças, conforme quadro abaixo:

Característica Definidora	Anglo-saxão	Alemão	Japonês	Latino-europeu	Latino-americano
Financiamento Predominante	<b>Equity</b>	<b>Debt</b>	<b>Debt</b>	<b>Indefinida</b>	<b>Debt</b>
Propriedade e controle	<b>Dispersão</b>	<b>Concentração</b>	<b>Concentração com cruzamentos</b>	<b>Concentração</b>	<b>Familiar concentrado</b>
Propriedade e gestão	<b>Separadas</b>	<b>Sobrepostas</b>	<b>Sobrepostas</b>	<b>Sobrepostas</b>	<b>Sobrepostas</b>
Conflitos de agência	<b>Acionistas-direção</b>	<b>Credores-acionistas</b>	<b>Credores-acionistas</b>	<b>Majoritários-minoritários</b>	<b>Majoritários-minoritários</b>
Proteção legal aos minoritários	<b>Forte</b>	<b>Baixa ênfase</b>	<b>Baixa ênfase</b>	<b>Fraca</b>	<b>Fraca</b>
Conselhos de administração	<b>Atuantes, foco em direitos</b>	<b>Atuantes, foco em operações</b>	<b>Atuantes, foco em estratégia</b>	<b>Pressões para maior eficácia</b>	<b>Vínculos com gestão</b>
Liquidez da participação acionária	<b>Muito alta</b>	<b>Baixa</b>	<b>Em evolução</b>	<b>Baixa</b>	<b>Especulativa e oscilante</b>
Forças de controle mais atuantes	<b>Externas</b>	<b>Internas</b>	<b>Internas</b>	<b>Internas, migrando para externas</b>	<b>Internas</b>
Governança Corporativa	<b>Estabelecida</b>	<b>Adesão crescente</b>	<b>Ênfase crescente</b>	<b>Ênfase em alta</b>	<b>Embrionária</b>
Abrangência dos modelos de governança	<b>Baixa</b>	<b>Alta</b>	<b>Alta</b>	<b>Mediana</b>	<b>Em transição</b>

Fonte: (ANDRADE & ROSSETI, 2007, p. 336)

As boas práticas de governança não é uma tarefa fácil no Brasil devido a predominância do controle familiar, a reduzida pulverização do capital em bolsa e o baixo percentual de acionistas com direito a voto abrem espaço para o desequilíbrio de interesses, entre acionistas controladores e minoritários. (AZEVEDO, 2000).

Com a estabilização da economia brasileira, a partir de 1997, se produziu um aumento substancial na entrada de capitais estrangeiros na BM&F Bovespa.

Segundo IBGC (2009) a adesão às regras de boa governança podem resultar na melhor rentabilidade das empresas no mercado e na redução de custos de capital. São exigidas: aproximação das demonstrações financeiras aos padrões contábeis internacionais, estratégias de negócios mais complexas, Conselhos de Administração e de outros órgãos internos de Governança.

A evolução mundial em relação as fraudes contábeis e um melhor mecanismo regulador nas gestões das empresas sofreram mudanças principalmente pelos acontecimentos de fraudes contábeis da Enron e pelos ataques terroristas de 2001, pois se observou que fraudes contábeis de empresas podem financiar atividades ilícitas. Mundialmente há uma tendência para que os padrões contábeis se unifiquem, fazendo com que os mecanismos anti-fraude sejam mais eficazes. (IBGC, 2009).

Segundo IBGC (2009), é o único órgão criado com a meta principal de aperfeiçoar o conceito de Governança Corporativa. O intuito é aprimorar o padrão de governo das empresas nacionais.

Entre os serviços prestados, no IBGC, está o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, um guia elaborado em 1999, que tem como objetivo para todos os tipos de sociedades visando aumentar o valor da sociedade; melhorar seu desempenho e facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos.

O Código está dividido em capítulos que tratam dos temas Propriedade (Sócios); Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; Conduta e Conflito de Interesses. IBGC considera que a boa Governança Corporativa é responsável por assegurar aos sócios: equidade, transparência, prestação de contas (accountability) e responsabilidade pelos resultados. (IBGC, 2009).

Bovespa definiu um conjunto de regras para as empresas, administradores e controladores que aderirem de maneira voluntária possam ser classificadas de acordo com os chamados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa NDGC. O grau de práticas de boa governança adotado permitirá às empresas serem classificadas como: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Os índices de preços de ativos têm o objetivo de indicar o histórico de comportamento destes preços dentro do intervalo de tempo em que estiveram sendo observados, cita Fortuna (2011). Funcionam como um indicador antecedente, que se propõe a antecipar tendências.

### 3 METODOLOGIA

Segundo Martins (1992), esta pesquisa é empírico analítica, que utiliza técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos.

O primeiro passo foi selecionar um *ranking* das empresas que aderem a Governança Corporativa. O *ranking* escolhido foi o da Revista Capital Aberto que é baseado em uma mensuração das empresas que melhor aderem a Governança Corporativa, entre os anos 2007 até 2012.

Para mensurar o grupo dessas empresas, a Revista Capital Aberto, mediu a liquidez das ações, fator fundamental para que o acionista chegue mais perto possível do valor intrínseco de suas ações no momento de desfazer delas, foi utilizado um índice específico calculado pela Bovespa e o percentual de presença em pregão, definindo que para estar no *ranking* seria preciso ter negociações registradas em pelo menos 90% dos pregões.

Para mensurar o desempenho econômico dessas empresas, a Revista Capital Aberto, escolheu o indicador retorno total (TSR) para o acionista descontando o custo de oportunidade, entrariam no *ranking* as empresas que apresentaram melhor variação positiva, neste indicador.

Para mensurar a Governança Corporativa, a Revista Capital Aberto, entrevistou as empresas com 21 questões relacionadas com aspectos de transparência, conselho de administração, direitos dos acionistas e sustentabilidade com o objetivo em reunir empresas que aderem as boas práticas de Governança.

A Revista Capital Aberto atribuiu peso 3 ao resultado econômico e Governança, peso 2 ao TSR e peso 1 para sustentabilidade, este *ranking* está em teste pelo mercado. Avaliaram também ser mais justo fazer um *ranking* entre empresas similares, pertencentes em uma mesma faixa de valor de mercado, assim dividiram as empresas em três grupos: acima de 15 bilhões, entre 15 e 5 bilhões, até 5 bilhões de capitalização de mercado.

Entre as empresas no topo da lista ainda deixam muito a desejar sobre suas práticas de governança, mas se observa que estão no caminho certo.

Sendo assim, nesta pesquisa, foram escolhidos os *rankings* de Governança Corporativa, da Revista Capital Aberto, desde 2007 até 2012,

utilizando assim um método por uma política mais consistente e adquirindo, por fim, uma análise a partir de um resultado histórico e não somente concluindo com os dados de um único ano.

Foram pesquisados os preços das ações dessas empresas, os respectivos betas, cotados em bolsas de valores, obtidos com auxílio do banco de dados Económica, assim calculamos os retornos, retornos teóricos e seus respectivos excessos de retornos.

A partir do cálculo do retorno, conforme Equação 1, foi determinado um novo *ranking* de Retorno, destas empresas.

Equação 1 : Retorno da ação ponderado pelo Beta

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{\beta P_{t-1}}$$

Ross, 2008.

$R_t$  = retorno da ação no momento t

$P_t$  = preço da ação no momento t

$P_{t-1}$  = preço da ação em momento anterior a t

$\beta$  = beta da ação no período de t-1 a t

Conforme Equação 2, será calculado o retorno esperado, com as mesmas empresas do *ranking* de Governança.

Equação 2 : Retorno Esperado da ação

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(E(R_m) - R_f).$$

Ross, 2008.

$E(R_i)$  é o retorno esperado do ativo, calculado, ano a ano, de 2007 até 2012, de todas as empresas do *ranking* de Governança

$R_f$  é a taxa de juros livre de riscos, a Selic diária foi encontrada no site do Banco Central e foi feito cálculo da Selic anual, ano a ano, de 2007 até 2012

$\beta_{im}$  é o coeficiente beta, que representa o risco dos retornos do ativo em relação aos do mercado, pode ser calculada através da equação:

Equação 3 : Equação do Beta

$$\beta_{im} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)},$$

Ross, 2008.

Onde,

$\beta$ = beta da ação

cov= covariância

R= retorno da ação

$R_M$ = Retorno do mercado

var= variância

O Beta nessa pesquisa foi obtido com auxílio do banco de dados Economática.

$E(R_m)$  é o retorno esperado do mercado, ou preço diário do Ibovespa foi encontrado no Economática e depois Ibovespa anual foi calculado, ano a ano, de 2007 até 2012.

O cálculo do Excesso de Retorno é igual ao  $R_t$  (Retorno anual da ação) –  $R_i$  (Retorno esperado anual).

Utilizando a colocação das empresas em cada *ranking*: das empresas que mais aderem boas práticas de Governança e *ranking* calculado de excesso de retorno, iniciará a análise através do teste de correlação de dados por postos, com o coeficiente  $r$  de Spearman e depois o seu valor de  $t$ . (Vide Tabela 1).

O objetivo de um coeficiente de correlação é determinar até que ponto dois conjuntos de postos concordam ou discordam. O coeficiente de correlação por postos de Spearman pode variar de -1 a +1. Quanto mais próximo de -1, quer dizer discordantes, quanto mais próximo de +1, isso significa mais concordantes. (STEVENSON, 2001).

Dados pelas seguintes equações:

Equação 4: Coeficiente de Spearman

$$r_{sp} = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n(n^2 - 1)}$$

Stevenson, p. 382

Onde,

d= diferença entre as posições de uma mesma ação

n= número de observações feitas

Equação 5: t de Spearman

$$t = \frac{r_{sp} - 0}{\sqrt{(1 - r_{sp}^2)/(n - 2)}}$$

Stevenson, p. 384

Onde,

rsp= coeficiente r de Spearman

n= número de observações feitas

Segundo Wikipedia (2007), na estatística, coeficiente de correlação de postos de Spearman, chamado assim devido a Charles Spearman, denominado pela letra grega  $\rho$  (rho), é uma medida de correlação não-paramétrica, ou seja, é bom na avaliação de uma função monótona arbitrária, que pode ser a descrição da relação entre duas variáveis, sem fazer nenhuma suposição sobre a distribuição de frequências das variáveis. Ao contrário do coeficiente de correlação de Pearson, Spearman não requer a suposição que a relação entre as variáveis seja linear, nem requer que as variáveis sejam medidas em intervalo de classe; pode ser usado para as variáveis medidas no nível ordinal, portanto, nessa pesquisa foi calculado o coeficiente de correlação de postos de Spearman.

As hipóteses são:

$$H_0=0$$

$$H_1 \neq 0$$

Os resultados r de Spearman próximos a 0 aceitarão a hipótese  $H_0=0$ , ou seja, não existe a correlação entre o excesso de retorno no desempenho das

empresas listadas na Bovespa e a aderência às boas práticas de Governança Corporativa, uma vez que dois conjuntos por postos somente estão concordantes quando os resultados de  $r$  de Spearman forem próximos a +1. (Vide resultados na Tabela 2, ano a ano).

Quando os resultados de  $r$  de Spearman forem próximos a +1, se rejeita a hipótese  $H_0=0$  e assim haverá alguma correlação entre o excesso de retorno das empresas listadas na Bovespa e a aderência das boas práticas de Governança Corporativa.

A Tabela 1 contém os dados dos dois *rankings* obtidos, no consolidado de dos anos de 2007 até 2012 e ordenados de forma crescente tendo por base a pontuação de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto.

Consolidado de 2007 até 2012			
Empresa	Código	Ranking da Média da Pontuação da Revista	Ranking da Média de Excesso de Retorno das Ações
NATURA	NATU3	4,33	31,67
LOCALIZA	RENT3	8,50	34,67
ENERGIAS BR	ENBR3	9,83	41,50
LOJAS RENNEN	LREN3	10,00	29,67
SABESP	SBSP3	14,00	31,33
CPFL	CPFE3	15,33	38,33
LIGHT	LIGT3	17,00	40,67
GAFISA	GFSA3	18,83	56,67
ROSSI RESID	RSID3	19,17	53,00
CCR RODOVIAS	CCRO3	20,67	30,83
EMBRAER	EMBR3	21,00	48,00
DURATEX	DTEX3	23,67	35,17
BANCO BRADESCO	BBDC3	25,00	41,67
COPASA MG	CSMG3	26,17	37,83
PETROBRAS	PETR3	26,33	53,67
BANCO DO BRASIL	BBAS3	26,50	40,17
TRACTEBEL	TBLE3	28,67	34,67
WEG	WEGE3	28,67	47,33
COPEL	CPLE3	32,33	46,17
ODONTOPREV	ODPV3	32,33	32,33
LUPATECH	LUPA3	33,67	78,00
MARFRIG	MRFG3	34,17	62,67
PDG REALT	PDGR3	34,67	55,00
IDEIASNET	MPXE3	35,17	30,33
PORTO SEGURO	PSSA3	35,50	51,00
DASA	DASA3	37,00	43,50
MMX MINER	MMXM3	37,17	58,83

TAM	TAMM3	37,83	54,67
BMF BOVESPA	BVMF3	37,83	59,67
BR FOODS	BRFS3	38,00	48,83
ITAUUNIBANCO	ITUB3	38,67	43,50
SULAMERICA	SULA3	39,00	59,00
B2W	BTOW3	44,00	59,00
ELETROPAULO	ELPL3	44,17	47,50
MRV ENGENHARIA	MRVE3	44,50	50,67
TOTVS	TOTS3	44,67	34,67
BR MALLS	BRML3	45,17	37,50
REDECARD	RDCD3	46,17	65,67
ULTRAPAR	UGPA3	46,50	40,17
COSAN	CSAN3	47,33	49,33
GOL	GOLL3	47,67	60,17
POSITIVO INF	POSI3	48,00	66,83
CYRELA	CCPR3	49,00	39,00
RANDON PART	RAPT3	50,83	48,17
LLX LOG	LLXL3	51,00	76,17
BANRISUL	BRSr3	51,83	48,50
GERDAU	GGBR3	52,33	47,83
JBS	JBSS3	53,17	52,83
ALL AMERICA	ALLL3	54,00	72,33
SANTANDER	SANB3	56,50	73,67
ECORODOVIAS	ECOR3	58,00	63,00
CEMIG	CMIG3	58,50	42,00
BROOKFIELD	BISA3	59,00	72,67
AES TIETE	GETI3	59,17	48,83
MARCOPOLO	POMO3	59,67	43,83
SLC AGRICOLA	SLCE3	59,67	70,83
EQUATORIAL	EQTL3	60,00	71,33
MAGNESITA	MAGG3	60,00	72,00
HYPERMARCAS	HYPE3	60,67	59,67
BRASKEM	BRKM3	60,83	66,17
FIBRIA	FIBR3	61,00	69,00
ESTACIO PART	ESTC3	61,17	63,83
USIMINAS	USIM3	62,50	55,50
TIM PART	TIMP3	62,83	70,33
OSX BRASIL	OSXB3	62,83	76,00
AMIL	AMIL3	63,00	65,00
NET	NETC3	63,17	67,50
CIELO	CIEL3	63,17	57,33
VALE RIO DOCE	VALE3	63,50	62,33
BR PROPERT	BRPR3	64,00	62,83
NOSSA CAIXA	BNCA3	64,67	71,83
OGX PETROLEO	OGXP3	65,00	70,67

SUZANO PAPEL E CEL	SUZB3	65,17	64,17
ANHANGUERA	AEDU3	65,33	60,50
IOCHP-MAXION	MYPK3	65,83	48,33
CSN	CSNA3	66,50	58,50
LOJAS AMERICANAS	LAME3	67,17	62,50
SOUZA CRUZ	CRUZ3	67,17	65,17
GOL	GOLL4	67,67	81,83
CESP	CESP3	68,17	61,17
HRT PETROLEO	H RTP3	68,50	82,83
RAIADROGASIL	RADL3	68,67	59,50
AMBEV	AMBV3	69,00	62,67
KLABIN	KLBN3	69,00	70,17
PARANAPANEMA	PMAM3	69,67	78,17
HERING	HGTX3	70,00	73,50
MAG LUIZA	MGLU3	70,17	74,17
MULTIPLUS	MPLU3	70,33	59,67
IDEIASNET	IDNT3	70,83	73,83
BRASIL BROKERS	BBRK3	70,83	70,67
LOJAS MARISA	AMAR3	71,00	63,17
VIVO PART	VIVO3	71,33	76,67
ELETROBRAS	ELET3	71,33	70,17
MILLS	MILS3	72,00	67,50
MEDIAL SAUDE	MEDI3	73,17	71,83
GVT HOLDING	GVTT3	73,67	66,50
ETERNIT	ETER3	74,00	69,83
BRADESPAR	BRAP3	74,00	56,83
AGRA	AGIN	74,50	71,67
COMPANY	CPNY3	74,67	75,00
P.ACUCAR-CBD	PCAR3	75,00	71,50
SANTOS BRP	STBP3	75,00	74,83
TENDA	TEND3	75,50	69,67
JHSF PART	JHSF3	75,67	79,00
CETIP	CTIP3	75,83	78,33
FERTILIZANTES HERINGER	FHER3	76,17	71,50
UOL	UOLL3	76,50	74,00
IGUATEMI	IGTA3	76,67	83,67
NET	NETC4	77,33	82,00
TECNISA	TCSA3	77,50	79,67
GP INVESTIMENTOS	GPIV11	77,50	76,83
ARACRUZ	ARCZ3	77,83	77,17
CELESC	CLSC3	78,00	83,17
MULTIPLAN	MULT3	78,17	83,67
M.DIA SBRANCO	MDIA3	78,17	70,50
CYRELA	CYRE3	78,33	72,17
EVEN	EVEN3	78,33	78,83

V-AGRO	VAGR3	78,50	73,17
TELEMAR	TNLP3	79,00	75,33
SADIA	SDIA3	79,17	73,17
INEPAR	INEP3	79,17	80,67
EZTEC	EZTC3	79,33	83,67
CTEEP	TRPL3	79,50	83,67
KLABIN	KLBN4	80,00	77,50
TELEMAR NORTE LESTE	TMAR3	80,00	77,17
FOSFERTIL	FFTL3	80,33	66,83
ALPARGATAS	ALPA3	80,50	83,67
CONTAX	CTAX3	81,17	79,67
BICBANCO	BICB3	81,17	83,67
BANCO PANAMERICANO	BPNM3	81,17	83,67
CONFAB	CNFB3	81,33	76,17
COELCE	COCE3	81,50	80,17
UNIPAR	UNIP3	81,50	72,17
COMGAS	CGAS3	81,50	66,33
GUARARAPES	GUAR3	81,83	83,00
AES TIETE	AELP3	82,00	83,67
EMBRATEL PART	EBTP3	82,33	80,83
OI	OIBR3	82,33	83,67
KEPLER WEBER	KEPL3	82,50	83,67
FERBASA	FESA3	83,00	83,67
PLASCAR	PLAS3	83,17	83,67
BANESTES	BEES3	83,33	73,33
BRASIL TELECOM	BRTP3	83,33	72,50
PETROLEO MANGUINHOS	RPMG3	83,33	83,67
FORJAS TAURUS	FJTA3	83,50	72,50
LAEP	MILK11	83,50	83,67
r de Spearman:	0,95		
T Crítico:	2,80		
T Observado:	36,53		
Resposta H <sub>0</sub> :	Rejeitado		

Tabela 1: Consolidado de 2007 até 2012, Ranking da Média de Governança e Ranking da Média de Excesso de Retorno

Fonte: Economática / Elaborado pela autora

O gráfico a seguir apresenta a correlação do coeficiente de Spearman encontrada a partir dos *rankings* de Governança Corporativa e de Excesso de Retorno.

O gráfico 1 considera a posição consolidada média de 2007 até 2012 de cada uma das empresas dos *rankings*, que estão apresentadas na tabela 1, para este foi feito o cálculo do coeficiente de Spearman e obteve-se o resultado de t observado de 0,97.

Então, considerando 149 graus de liberdade conforme vê-se na tabela 1, ao t crítico 1,98 bicaudal, correspondendo a um nível de significância 47,5% e neste *ranking* das posições consolidadas médias de 2007 até 2012 de cada uma das empresas se pode afirmar que as variáveis tenham alguma correlação entre si, tendo r de Spearman próximo de +1.

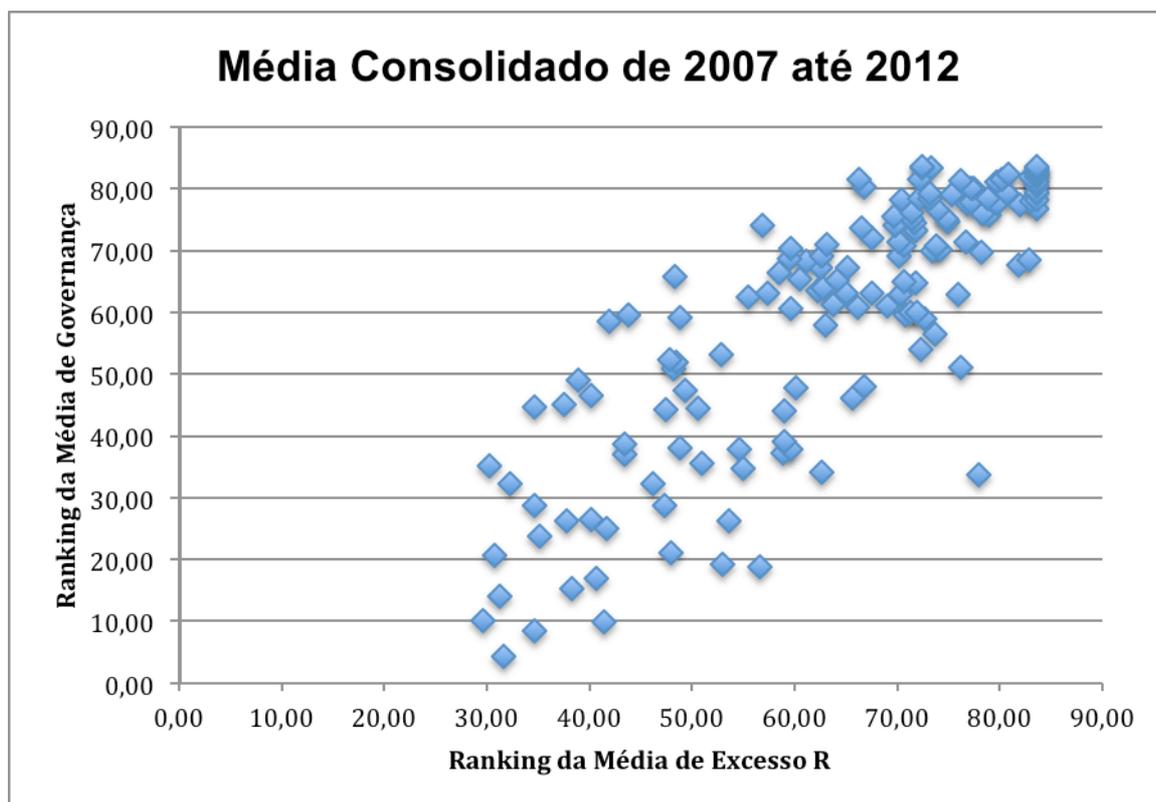


Gráfico 1: Correlação entre postos. Spearman

Fonte: Economática / Elaborado pela autora

Os resultados obtidos, anualmente e no consolidado, através do coeficiente de correlação de Spearman, e a partir dos cálculos: excesso de retorno, ponderados pelos respectivos Beta, foram os seguintes:

ANO	r de Spearman	t crítico	t observado	Resultado $H_0$
2007	0,33	Entre (1,98) e 1,98	2,84	Rejeitado
2008	0,007	Entre (1,98) e 1,98	0,05	Aceito
2009	(0,22)	Entre (1,98) e 1,98	(2,11)	Rejeitado
2010	(0,01)	Entre (1,98) e 1,98	(0,12)	Aceito

2011	(0,005)	Entre (1,98) e 1,98	(0,05)	Aceito
2012	0,10	Entre (1,98) e 1,98	1,081	Aceito
2007 até 2012	0,95	Entre (1,98) e 1,98	36,53	Rejeitado

Tabela 2: Resultados r de Spearman e t observado, ano a ano

Fonte: Económica / Elaborado pela autora

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo comparar o desempenho do retorno das ações das empresas com as boas práticas de Governança Corporativa. Adicionalmente, identificar o valor de retorno no mercado de ações das empresas que aderem a Governança Corporativa.

Os resultados alcançados mostram que na maioria dos anos não existiu correlação entre as boas práticas de Governança Corporativa de uma empresa e o excesso de retorno obtido por ela, na BM&F Bovespa. E mais se aceita a hipótese a  $H_0=0$  colocada, ou seja, não há uma correlação positiva entre as práticas de Governança Corporativa e o retorno das empresas analisadas no mercado de capitais, durante e após alguns anos.

Nos anos 2007, 2009 e no consolidado de 2007 até 2012 se percebe alguma correlação. Nos outros anos, 2008, 2010, 2011 e 2012, os resultados do t observado de Spearman observados estão dentro curva do t crítico, ou seja, se rejeita quaisquer correlação nesta pesquisa e se aceita a hipótese a  $H_0=0$ .

Silva (2011) fez uma pesquisa que apresentou um resultado semelhante. Analisou, se ao aderir a Governança Corporativa, as empresas teriam um melhor desempenho financeiro e como resultado não evidenciou tendência de criação ou de destruição de valor em torno da Governança Corporativa para as empresas.

Este trabalho não esgota o assunto, por isso sugere-se temas futuros, como por exemplo:

- verificar se existem e quais os custos por aderir boas práticas de Governança Corporativa, e se esses custos são compensados como uma melhor performance financeira;
- incluir outros cálculos e de outros índices de rentabilidade;
- verificar se há diferença no desempenho financeiro das empresas, a partir de análise entre os tipos diferentes de níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa.

## 5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A., & ROSSETI, J. P.. *Governança Corporativa e fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2007.

AS MELHORES COMPANHIAS PARA OS ACIONISTAS 2010. Disponível em: <[www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=3&sec=28&i=3439](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=3439)> . São Paulo: Revista Capital Aberto, Ano 3, Páginas 15-17, 2010.

AZEVEDO, S.. *Administrar para todos os acionistas é o grande desafio*. Gazeta Mercantil, 1. 27/04/2000.

BANCO CENTRAL. *Taxa Diária SELIC*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELIC>> . Acesso em 28/04/2013.

COEFICIENTE DE CORRELAÇÃO DE POSTOS DE SPEARMAN. Disponível em <[http://pt.wikipedia.org/wiki/Coeficiente\\_de\\_correla%C3%A7%C3%A3o\\_de\\_postos\\_de\\_Spearman](http://pt.wikipedia.org/wiki/Coeficiente_de_correla%C3%A7%C3%A3o_de_postos_de_Spearman)>. Acesso em 22/02/2013.

COTAÇÕES DAS AÇÕES. Disponível em <[cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=MMXM3.SA&beginDay=20&beginMonth=12&beginYear=2006&endDay=30&endMonth=12&endYear=2006](http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=MMXM3.SA&beginDay=20&beginMonth=12&beginYear=2006&endDay=30&endMonth=12&endYear=2006)>. Acesso em 05/01/2013.

ECONOMÁTICA Ltda. *Banco de Dados de Ações da Bovespa e NYSE*. Disponível em: <[www.economatica.com.br](http://www.economatica.com.br)> . Acesso em 27/02/2013.

FORTUNA, E.. *Mercado Financeiro. Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro, 2011.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: IBGC, 2009.

ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC). Disponível em <[www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br](http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IGC&Idioma=pt-br)>. Acesso em 05/01/2013.

LEITE, H. d., & SANVICENTE, A. Z.. *Índice Bovespa: Um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Editora Atlas S.A., 1995.

MARTINS, Gilberto A.. *Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações*. São Paulo: Atlas, 1992.

PINHEIRO, J. L.. *Mercado de Capitais*. São Paulo: Atlas, 2012.

ROSS, A.; WESTERFIELD R.; & JORDAN B.. *Administração Financeira*. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SILVA, G.. *Os níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o Desempenho Financeiro das Empresas Listadas*. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo.

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

STEVENSON, W. J.. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Editora Harbra, 2001.

TAVARES FILHO, F.. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo. São Paulo.