

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**Victor da Silva Barbosa**

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
Rentabilidade e Valorização**

**Porto Alegre**

**2008**

**Victor da Silva Barbosa**

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
Rentabilidade e Valorização**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Roberto Lamb

**Porto Alegre**

**2008**

**Victor da Silva Barbosa**

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:**

**Rentabilidade e Valorização**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

**Conceito final:**

Aprovado em \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof.**

---

**Prof.**

---

**Prof.**

---

**Orientador – Prof. Roberto Lamb – Universidade Federal do Rio Grande do Sul**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente ao professor Roberto Lamb, pela atenção, dedicação, compreensão e orientação neste trabalho, que tornará possível mais uma conquista pessoal e profissional.

À minha mãe Gorete pelo amor e compreensão que sempre foram a mim dedicados e sem a qual eu não estaria aqui.

A meu colega e amigo Luciano, pelo apoio e ajuda durante a graduação.

À minha amiga Monize, pela ajuda e motivação na conclusão deste trabalho.

## RESUMO

Este estudo abordará o desempenho de empresas que têm suas ações listadas em níveis de governança corporativa da BOVESPA. A BOVESPA possui três níveis diferenciados de governança corporativa para as empresas listarem suas ações, que são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Partindo-se do princípio que a adoção de práticas de governança corporativa maximize a riqueza e aumentem o valor para o acionista, portanto, acredita-se que as empresas que estão listadas nesses níveis de governança corporativa adotem as práticas de governança corporativa. Este estudo tem o objetivo de verificar se empresas que estão listadas nesses níveis da BOVESPA, têm melhor desempenho em relação às empresas que se encontram listadas no mercado tradicional. São utilizados índices financeiros de rentabilidade e lucratividade e de valorização e análises estatísticas dos retornos médios diários das ações para a verificação do desempenho das empresas que serão utilizadas nesse estudo. Foram comparados os resultados das amostras dos três níveis de governança com a amostra de empresas do mercado tradicional e também com o desempenho do Ibovespa. Através dos resultados dos índices financeiros verifica-se que as amostras das empresas listadas nos níveis diferenciados possuem um melhor desempenho que as empresas da amostra do mercado tradicional. Pela análise estatística dos retornos médios das ações verifica-se que, as amostras dos níveis diferenciados apresentaram menor retorno médio e maior risco que a amostra do segmento tradicional. Utilizando as duas análises chega-se ao resultado que na amostra estudada, a adoção de práticas de governança corporativa das empresas listadas nos níveis diferenciados não apresenta melhora o desempenho das empresas.

## ABSTRACT

This study focuses the performance of companies that have their stocks listed at levels of corporate governance of BOVESPA (São Paulo Stock Exchange). The BOVESPA has three different levels of corporate governance for companies list their stocks, which are: *Nível 1* (Level 1), *Nível 2* (Level 2) and *Novo Mercado* (New Market). Based on the principle that the adoption of corporate governance practices maximize the wealthiness and increase the value for the shareholder, therefore, it is believed that companies that are listed in these levels of corporate governance adopt the practices of corporate governance. This study aims to determine if companies that are listed in these levels of BOVESPA, have better performance that enterprises that are listed on the traditional market. It is used financial indices of return, profitability and valuation and statistical analysis of average daily stock returns to verify the performance of companies that will be used in that study. It was compared the results of samples of the three levels of governance with the sample of companies in the traditional market and also with the performance of the Ibovespa Index. Through the results of the financial indices it is noted that the samples of companies listed on different levels have a better performance that enterprises of the sample of traditional market. For the statistical analysis of average stock returns it appears that the samples of different levels had lower average return and higher risk that the sample of the traditional segment. Using the two analyses comes to the result that in the sample studied, the adoption of practices of corporate governance of listed companies of the different levels does not present improves in the companies' performance.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – A expropriação de minoritários e de acionistas sem direito a voto: uma listagem das práticas de maior ocorrência. ....	23
Quadro 2 – Comparativo entre segmentos da BOVESPA. ....	30
Gráfico 1 – Evolução anual dos retornos médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.....	40
Gráfico 2 – Evolução anual dos desvios padrão médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.....	41
Gráfico 3 – Evolução anual dos coeficientes de variação médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.....	42
Gráfico 4 – Média dos índices financeiros do período por segmento da BOVESPA. ....	63

## LISTAS DE TABELAS

Tabela 1 – Comparativo das médias anuais do retorno médio, do desvio padrão e do coeficiente de variação nos diferentes segmentos da Bovespa e do Ibovespa. ....	39
Tabela 2 – Índices financeiros das empresas listadas no Nível 1 da BOVESPA.....	43
Tabela 3 – Índices financeiros das empresas listadas no Nível 2 da BOVESPA.....	48
Tabela 4 – Índices financeiros das empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA.....	53
Tabela 5 – Índices financeiros das empresas listadas no mercado tradicional da BOVESPA.	58
Tabela 6 – Média dos índices financeiros do período por segmento da BOVESPA.....	62



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	11
<b>1 ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE</b> .....	12
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA .....	12
1.2 OBJETIVOS.....	12
1.3 JUSTIFICATIVA .....	13
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	16
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
<b>2.1.1 Governança Corporativa no Brasil</b> .....	17
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
<b>2.2.1 Conflitos de Agência</b> .....	18
2.2.1.1 O Axioma de Klein.....	19
2.2.1.2 O Axioma de Jensen e Meckling.....	20
<b>2.2.2 Os Custos de Agência</b> .....	20
<b>2.2.3 Os Direitos Assimétricos</b> .....	21
2.3 FORÇAS DE CONTROLE.....	24
2.4 BOVESPA .....	25
<b>2.4.1 Nível 1</b> .....	26
<b>2.4.2 Nível 2</b> .....	27
<b>2.4.3 Novo Mercado</b> .....	28
<b>2.4.4 Tradicional BOVESPA</b> .....	29
<b>2.4.5 Ibovespa</b> .....	30
2.5 ANÁLISE FINANCEIRA.....	31
<b>2.5.1 Lucratividade e Rentabilidade</b> .....	31
2.5.1.1 Margem Líquida .....	31
2.5.1.2 Retorno sobre o Ativo Total (ROA).....	32
2.5.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) .....	32
2.5.1.4 Ebitda.....	32
2.5.1.4.1 Margem Ebitda .....	33
<b>2.5.2 Valor de Mercado</b> .....	33
2.5.2.1 Lucro por Ação (LPA).....	34
2.6 ANÁLISE ESTATÍSTICA.....	34
<b>2.6.1 Média Aritmética</b> .....	34

<b>2.6.2 Desvio Padrão</b> .....	35
<b>2.6.3 Coeficiente de Variação</b> .....	35
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	36
<b>4 ANÁLISE DE RESULTADOS</b> .....	37
4.1 RESULTADOS ESTATÍSTICOS.....	38
4.2 RESULTADOS FINANCEIROS.....	42
<b>4.2.1 Companhias de Nível 1</b> .....	43
4.2.1.1 Votorantim Celulose e Papel S.A. (V C P) .....	44
4.2.1.2 Cia. Vale do Rio Doce (VALE) .....	44
4.2.1.3 Brasil Telecom S.A .....	45
4.2.1.4 Metalúrgica Gerdau S.A. ....	46
4.2.1.5 Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. – Usiminas .....	46
4.2.1.6 Cia. Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar) .....	47
<b>4.2.2 Companhias de Nível 2</b> .....	48
4.2.2.1 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. ....	49
4.2.2.2 Marcopolo S.A. ....	49
4.2.2.3 Net Serviços de Comunicação S.A.....	50
4.2.2.4 Saraiva S.A. Livreiros Editores .....	50
4.2.2.5 ALL América Latina Logística .....	51
4.2.2.6 Suzano Petroquímica S.A. ....	51
<b>4.2.3 Companhias do Novo Mercado</b> .....	53
4.2.3.1 Companhia Concessões Rodoviárias (CCR Rodovias).....	54
4.2.3.2 Cyrela Brazil Realty S.A.Empreend e Part. ....	54
4.2.3.3 Iochpe Maxion S.A.....	55
4.2.3.4 Cia. Saneamento Básico Est. São Paulo (Sabesp).....	56
4.2.3.5 Grendene S.A. ....	56
4.2.3.6 Diagnósticos da América S.A. (Dasa).....	57
<b>4.2.4 Companhias do Mercado Tradicional</b> .....	58
4.2.4.1 Forjas Taurus S.A. ....	59
4.2.4.2 Cia. Bebidas das Américas (Ambev).....	59
4.2.4.3 Vivo Participações S.A.....	60
4.2.4.4 Inepar S.A. Indústria e Construções .....	60
4.2.4.5 Lojas Americanas S.A. ....	61
4.2.4.6 Cia. Siderúrgica Nacional.....	61
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	64

<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>67</b>
--------------------------	-----------

## INTRODUÇÃO

Este projeto abordará questões de governança corporativa das empresas listadas na Bolsa de Valores sob o ponto de vista dos acionistas e partes interessadas, aqui chamadas de *stakeholders*<sup>1</sup>, refletindo a preocupação das empresas com a transparência perante aos acionistas, comunidade e mercado.

Os investidores há muito tempo começaram a pressionar as empresas a adotarem técnicas de divulgação integral dos fatos e das transações ocorridas. O próprio mercado já dá importância à transparência das empresas. A atenção do mercado financeiro a nível mundial, foi atraída pela governança corporativa, por priorizar a redução do risco para o investidor e a transparência na gestão empresarial.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou mecanismos para classificar as empresas, que nela possuem ações em negociação, em diferentes níveis de governança corporativa ou setores de atuação. O Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, que são segmentos destinados às empresas que se comprometem em cumprir práticas e regras societárias mais rígidas que as impostas pela legislação. A empresa que aderir a algum desses segmentos deve ampliar suas divulgações e os direitos dos acionistas.

---

<sup>1</sup> *Stakeholders* são partes interessadas em uma companhia, como fornecedores, clientes, colaboradores, etc.

## **1 ORGANIZAÇÃO E AMBIENTE**

O presente estudo não abordará uma organização especificamente, mas sim estudará o desempenho de diferentes companhias que estão listadas na BOVESPA.

### **1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA**

Serão analisados indicadores de rentabilidade e valorização das ações das empresas listadas no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional BOVESPA para o investidor, com a finalidade de identificar o desempenho das companhias que optaram pela adoção da Governança Corporativa que se encaixam nos índices de governança corporativa em contrapartida das companhias que não fazem parte destes segmentos de acordo com a BOVESPA.

Desta forma, o estudo tentará avaliar: se empresas que adotam práticas governança corporativa possuem melhor rentabilidade e valorização que empresas que não adotam as práticas? As empresas listadas nos diferentes níveis de governança corporativa possuem desempenho diferenciado entre níveis? Qual o comportamento dos diferentes níveis em relação ao Ibovespa?

Nesse estudo a adoção de práticas de governança corporativa diz respeito às empresas que estão listadas nos níveis diferenciados da BOVESPA, pressupondo-se que as mesmas adotam essas práticas.

### **1.2 OBJETIVOS**

O presente trabalho pretende examinar o desempenho das empresas que adotam práticas da governança corporativa e estão listadas nos segmentos de governança corporativa da BOVESPA e assim avaliar quais seus impactos na rentabilidade e valorização das mesmas. As práticas de governança corporativa melhoram a qualidade e transparência das informações

prestadas ao mercado pela companhia o que pode reduzir os custos de capital a médio e longo prazos, pois reduz o risco para os financiadores, acionistas e credores.

Como um objetivo geral apresentar um pouco sobre a governança corporativa no Brasil, dado que este ainda é um assunto relativamente novo, pois de acordo com Zingales (1998), o termo governança não existia na literatura brasileira antes do início dos anos oitenta.

E como objetivos específicos, apresentam-se:

- Verificar o desempenho de uma amostra das empresas que estão listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA;
- Analisar as mudanças nos indicadores de rentabilidade e valorização das companhias listadas no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional BOVESPA, para a amostra;
- Identificar se há diferenciação de desempenho nos diferentes níveis analisados da BOVESPA para a mostra;
- Comparar o desempenho da amostra de empresas listadas nos níveis de governança corporativa com as empresas não listadas nos níveis e com a valorização do Ibovespa.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

Como foi citado anteriormente a governança corporativa ainda é um tema relativamente recente na literatura brasileira, por isso nem sempre se tem muito clara qual a influência que se tem dessa prática no valor da empresa e como ela é vista pelos acionistas, tanto os controladores como os minoritários e pelos administradores. A governança também é muito importante, não só para os acionistas e administradores, mas também para os *stakeholders* e governo que também têm uma preocupação no que tange à transparência das divulgações contábil-financeiras, causada por escândalos no passado em outros países como os Estados Unidos, no caso Enron, por exemplo.

É importante mencionar que o principal objetivo dos administradores da empresa é maximizar a riqueza e criar valor para os acionistas, de acordo Rappaport (1998, *apud* Okimura, 2003, p. 5):

*A avaliação de uma empresa com o objetivo de gerenciá-la com base no conceito de criação de valor é uma questão atual de praticamente todos os principais executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio.*

Partindo do raciocínio que a implementação da governança corporativa se mostre de acordo com o pressuposto da maximização de riqueza do acionista, as empresas que se dispõem a adotar a governança acabam buscando aumentar o valor para o acionista. Uma forma de aumentar esse valor é transformar as ações em negociação da companhia em ações ordinárias, com direito a voto, o que faz com que a liquidez dessas ações aumente. Hoje ações ordinárias não apresentam muita liquidez, pois não são as mais negociadas na bolsa e sim as ações preferenciais, sem direito a voto, mas com preferência na distribuição de dividendos.

O tema vem ganhando importância no país desde a década de noventa, demonstrando isso foi criado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), na época Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com o objetivo de “otimizar o conceito de governança corporativa nas empresas do país”.

E em dezembro de 2000 a BOVESPA classificou as empresas com ações listadas em níveis conhecidos como “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”, classificadas como: Nível 1 de Governança, Nível 2 de Governança e Novo Mercado, de acordo com seu compromisso em relação a algumas práticas societárias.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995), o retorno esperado de um investimento de uma empresa é seu custo de capital próprio. Sempre que uma companhia dispor de fundos ela pode distribuir o dinheiro na forma de dividendos diretamente ou aplicar o excedente em um projeto e depois distribuir os resultados como dividendos. Neste caso o projeto o dinheiro só deveria ser usado no projeto caso seu retorno esperado fosse superior ao de um ativo financeiro que possuísse um risco comparável.

Como um dos objetivos principais das companhias é maximizar o retorno dos acionistas, como citado anteriormente, existem os riscos incorridos pelos acionistas. Devido a esses maiores riscos assumidos pelos acionistas é justificável que as companhias sejam gerenciadas com o objetivo central de maximizar o retorno dos mesmos (ANDRADE E ROSSETTI, 2006), ou seja, um dos objetivos das práticas de governança corporativa é reduzir o custo de capital.

Empresas listadas nos diferentes níveis de governança corporativa não se comprometem em apresentar um retorno maior para o acionista em relação às empresas do mercado tradicional, mas apresentam um risco menor. Não um risco do negócio, mas um

menor risco de serem os acionistas preteridos pelos controladores ou dirigentes, na distribuição dos resultados (informação verbal<sup>2</sup>).

---

<sup>2</sup> LAMB, Roberto. Porto Alegre, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, junho de 2006.



## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O termo governança corporativa foi criado na década de noventa nos países desenvolvidos para designar as práticas de empresas que se preocupam com o interesse de seus acionistas e seus *stakeholders*. A Comissão de Valores Imobiliários (CVM) conceitua governança corporativa como um conjunto de práticas que tem como finalidade melhorar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes interessadas, facilitando o acesso ao capital (CVM, 2002).

Sobre governança corporativa o IBGC (2005, p. 6) considera:

*Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.*

O gestor deve ver que a transparência dos principais eventos, sejam eles ruins ou não é de suma relevância para o investidor. De acordo com Silva (2006), a governança corporativa facilita o acesso ao capital através da proteção de investidores, credores e colaboradores. O autor também comenta que os tipos de governança praticados em cada país são influenciados pelo seu perfil cultural, econômico, histórico e institucional, podendo agrupá-los em dois grandes grupos:

- Foco mais abrangente, não só no acionista, mas também procurando proteger as partes interessadas no desenvolvimento da empresa.
- Foco no acionista e nos agentes que são mais ligados à operação da companhia, tais como, administradores, conselhos fiscais, diretoria, etc.

É dessa forma que os aspectos das melhores práticas de governança corporativa se ligam aos problemas de conflito da agência, explicado mais adiante. Para isso, são adotados uma série de procedimentos e melhorias para que uma empresa seja orientada a atingir uma boa governança.

### 2.1.1 Governança Corporativa no Brasil

Em 1995 foi criado o IBCA, o instituto formava conselheiros de administração para uma melhor gestão nas empresas e desenvolvimento de negócios. Com o IBCA percebe-se o desenvolvimento e difusão das boas práticas de governança corporativa no Brasil. E em 1999 o então IBCA foi transformado em IBGC, publicando o código de melhores práticas de governança.

De acordo com o IBGC a empresa então opta pela prática da boa governança, que possui quatro características básicas:

- **Transparência:** como citado anteriormente, a transparência em divulgar os eventos mais importantes da empresa, sendo eles ruins ou não e o desejo da administração em informar os acontecimentos que possam influir na tomada de decisão do acionista em manter, aumentar ou diminuir sua posição referente aos papéis da empresa;
- **A prestação de contas ou *accountability*:** o gestor deve prestar contas de todos os acontecimentos da companhia, tanto para os acionistas como para os *stakeholders*;
- **A equidade:** a igualdade de direitos entre acionistas majoritários e minoritários deve ser respeitada;
- **Responsabilidade corporativa:** os conselheiros e executivos devem zelar pela visão de longo prazo e sustentabilidade da organização, bem como incorporar assuntos de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

De acordo com o IBGC (2007):

*A empresa que opta pelas boas práticas de governança corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas (accountability) e equidade. Para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder, erros estratégicos, ou fraudes.*

## 2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência foi formalmente apresentada de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976, *apud* OKIMURA, 2003), que citam que os conflitos de interesses são existentes em qualquer relação entre indivíduos, ocorrendo ou não a hierarquia entre principal e agente.

Para Jensen e Meckling *apud* Okimura (2003), a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) nomeia outra pessoa (agente) para exercer alguns serviços para si, envolvendo a delegação de alguma autoridade ao agente.

Para Silva (2006), a sociedade é concebida como uma rede de contratos, explícitos ou implícitos, que estabelecem os papéis de todos participantes: principal e agente.

Andrade e Rossetti (2006) afirmam que os conflitos entre acionistas controladores e gestores têm sua origem na pulverização do capital das corporações e na conseqüente separação entre propriedade e gestão.

Esses conflitos estão diretamente ligados à criação e difusão da governança corporativa. A teoria da governança corporativa denomina-se conflitos de agência (ANDRADE e ROSSETI, 2006), que são associados a dois axiomas: o axioma de Klein, sobre a inexistência de contrato perfeito e o axioma de Jensen e Meckling, referente à inexistência do agente perfeito.

### 2.2.1 Conflitos de Agência

O problema da agência é caracterizado pelos possíveis conflitos de interesses entre gestores, acionistas minoritários e majoritários (que aqui trataremos apenas por controladores) e credores. Porque os primeiros teriam mais informações sobre os negócios da empresa que os outros dois e poderiam colocar seus interesses pessoais à frente dos da companhia. Como as ações dos gestores não são totalmente observáveis, a companhia acaba tendo que arcar com os custos da agência, como o controle e o monitoramento, seguros, custos para modernização e gratificações.

A caracterização do problema da agência é desenvolvida por Shleifer e Vishny (1997 *apud* Garcia, 2005, p. 13) da seguinte forma:

*O empreendedor, ou gestor, capta recursos dos investidores para aplicá-los em projetos rentáveis ou para se apropriar destes recursos. Os investidores por sua vez, necessitam de gestores qualificados para fazer com que os recursos acumulados possam ser aplicados em projetos rentáveis. Como normalmente os empreendedores ou gestores, necessitam do capital dos investidores para concretização de seus objetivos, pois, ou não dispõem de recursos suficientes, ou desejam diversificar seus investimentos, e, os investidores têm consciência da possibilidade de apropriação de seus recursos pelos gestores, o problema da agência que se coloca é: como garantir aos investidores que seus recursos sejam aplicados atendendo aos seus interesses?*

O problema da agência começa a existir no momento em que o agente passar a tomar decisões e agir em benefício próprio e não em benefício do principal. Nas empresas esses conflitos passam a existir no momento que o agente passa a atuar em nome de seus objetivos pessoais e não da maximização da riqueza do principal, o acionista. Para Garcia (2005), a necessidade de melhores práticas de governança corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores.

Difícilmente os conflitos de agência no mundo dos negócios serão evitados por duas razões, sintetizadas no axioma de Klein e no de Jensen e Meckling (ANDRADE e ROSSETTI, 2006), que serão abordados abaixo.

#### 2.2.1.1 O Axioma de Klein

Para Andrade e Rossetti (2006), o axioma apresentado originalmente em 1893, fala da inexistência do contrato completo. Seus fundamentos são devidos ao próprio ambiente de negócios, marcado pela imprevisibilidade, sujeito a turbulências e a efeitos de contágio, que podem comprometer os resultados. Frente a um cenário altamente volátil, a gestão corporativa passou a exigir respostas flexíveis e rápidas aos sinais de mudanças. E os contratos que antes eram completos e abrangiam às possíveis contingências e soluções às mudanças e desafios do negócio passaram a deixar de existir devido a três razões:

- O grande número de contingências possíveis;
- A multiplicidade de reações às contingências;
- A crescente frequência com que as contingências imprevisíveis podem ocorrer.

E também pela existência de contratos entre acionistas e gestores, fornecedores, colaboradores e clientes o que dificulta a realização de contratos com condições definidas antecipadamente.

### 2.2.1.2 O Axioma de Jensen e Meckling

A inexistência do agente perfeito. Somam-se às condições apresentadas no axioma de Klein as condições que definem o comportamento dos agentes. O axioma de Jensen-Meckling explora a hipótese de que a natureza humana, utilitarista e racional, conduz os indivíduos a maximizarem uma “função de utilidade” voltada muito mais para suas próprias preferências e seus objetivos individuais, como definiram Jensen e Meckling em *The nature of man*. Segundo os autores, dificilmente os interesses alheios movem as pessoas a serem tão eficazes quanto para a consecução de seus próprios interesses. A inexistência do agente perfeito presume a inexistência da indiferença entre a maximização de objetivos próprios e de terceiros (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

### 2.2.2 Os Custos de Agência

Os contratos incompletos e os comportamentos imperfeitos abrem espaço para o desalinhamento entre os interesses dos acionistas e dos gestores. De acordo com Andrade e Rossetti (2006), este desalinhamento leva à ocorrência de duas categorias de custos da agência. A primeira diz respeito aos custos atribuíveis ao oportunismo de gestores, devido ao uso impróprio do juízo gerencial, que pode ser usado para benefício dos gestores e não dos acionistas, expropriando a riqueza dos mesmos. A segunda está representada pelos custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão e redução dos custos da primeira categoria acima citada.

Segundo os autores, estes custos não ocorreriam caso as decisões corporativas fossem tomadas de forma a maximizar a probabilidade de usufruto de altos retornos sobre os investimentos dos proprietários, aumentando ao longo do tempo o valor do empreendimento e a sua riqueza. Entretanto, algumas hipóteses apontam os motivos pelos quais os gestores diligenciarão no sentido de atenderem também a seus próprios objetivos:

- Busca de status, poder e prestígio por parte dos que exercem o poder, resultando em condutas incompatíveis com a obstinação do lucro máximo;
- Busca por perfeição e por excelência profissional por parte dos gestores, levando-os a desviar recursos para atividades-meio em detrimento de atividades-fim;

- Preferência por segurança, gerando conflitos entre oportunidades de retornos sob altos riscos e sustentação de um status mais conservador;
- Preferência por crescimento e maior participação nos mercados, com sacrifício, mesmo que temporário, das margens operacionais e dos resultados de balanço;
- Conciliação de interesses de vários grupos, internos e externos, em busca da máxima satisfação dos seus propósitos;
- Decisões pela direção executiva mais voltada para interesses próprios do que para o interesse de acionistas.

Todos esses objetivos geram diferentes tipos de custos que contariam o interesse dos acionistas e produzem uma revisão crítica dos propósitos e mecanismos da gestão corporativa. No entanto, o último é o que mais distingue o que a teoria da governança corporativa define como custos de agência atribuíveis aos propósitos imperfeitamente simétricos de gestores e acionistas.

Há ainda os custos resultantes de assimetrias entre proprietários e gestores quanto ao seu poder de influência e acesso às informações. Esta categoria de custo causa decisões ineficientes do ponto de vista da companhia como um todo, privilegiando especialmente a alta gerência. Jensen e Meckling (1976 *apud* ANDRADE e ROSSETTI, 2006) definiram este segundo grupo como a soma dos custos que incorrem os acionistas para contrapor os seus direitos de propriedade ao poder outorgado aos gestores:

- Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
- Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

### **2.2.3 Os Direitos Assimétricos**

A questão dos direitos assimétricos relaciona-se com a assimetria de direitos entre acionistas, que resultam da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário

do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários. A origem desta questão é a permissão legal para a emissão de classes de ações com direitos diferenciados, como por exemplo, ações ordinárias e preferenciais, atribuindo-se as primeiras, um dado conjunto de benefícios não necessariamente compensáveis pelo impedimento de atuação efetiva em assembleias e outros colegiados da corporação. Segundo Andrade e Rossetti (2006), as situações potencialmente mais problemáticas combinam dispersa concentração de propriedade e alta concentração de votos, ou seja, quando pequena posse de capital é capaz de deter alto ou até pleno poder de controle. Este tipo de desequilíbrio permite que os controladores definam diretrizes estratégicas ou operacionais que possam levar a diferentes formas de expropriação. O quadro abaixo exemplifica algumas formas de expropriação.

Esta situação, desde que percebida pelo mercado pode levar a um custo sistêmico elevado, desestimulando o desenvolvimento de mercado de capitais, afetando o crescimento da economia.

## PRÁTICAS DOS MAJORITÁRIOS CONFLITUOSAS COM OS INTERESSES DOS MINORITÁRIOS

- Imperfeições nos institutos legais: classes distintas de acionistas.
- Estruturas perversas de poder e de controle: os minoritários alijados.



## AS FORMAS DE EXPROPRIAÇÃO

### Ações dos controladores

- Sobreposição do controle e da gestão, com objetivos de privilegiar interesses próprios.
- Pagamentos excessivos de salários ou de outros benefícios, diretos ou indiretos, aos controladores dirigentes.
- Autoneomeações ou nepotismo para cargos nos Conselhos de Administração e Fiscal e em outros órgãos corporativos, desconsiderando-se qualificações e méritos requeridos.
- Transações a preços privilegiados (altos para aquisições e baixos para vendas) com outras empresas pertencentes ao grupo controlador.
- Uso fechado de informações privilegiadas.
- Acesso a empréstimos tomados da corporação, em condições privilegiadas.
- Acesso a benefícios em transações pessoais, com uso do alto poder de barganha ou do prestígio da corporação no ambiente de negócios.
- Co-opção do Conselho de Administração para aprovação de diretrizes e de operações de interesse do grupo majoritário, em detrimento de direitos dos minoritários.
- Co-opção do Conselho Fiscal e de outros órgãos do ambiente de fiscalização e controle para aprovação de contas elaboradas com critérios questionáveis.
- Não extensão aos minoritários ou às classes de ações sem direito a voto dos preços pagos por novos controladores (*tag along*), nas operações de transferência de controle.
- Baixo *free-float*: inviabilização de aquisições hostis aos interesses dos do grupo controlador.

### Ações dos minoritários

- Proposição de mudanças nos processos e práticas de governança.
- Ativismo por mudanças no ordenamento legal e nos marcos regulatórios.
- Atuação organizada para representação nas Assembléias Gerais e nos órgão colegiados da administração.
- Contestação judicial de ações dos controladores.
- Reconstituição de portfólios: migração para empresas listadas em segmentos diferenciados de mercado.

**Quadro 1– A expropriação de minoritários e de acionistas sem direito a voto: uma listagem das práticas de maior ocorrência.**

Fonte: Andrade e Rossetti (2006), p. 210.



## 2.3 FORÇAS DE CONTROLE

As formas de ativismo por boas práticas de governança corporativa podem ser sintetizadas nas forças de controle, com objetivos centrados na harmonização de interesses e de direitos e no controle efetivo do poder exercido por administradores e por majoritários expropriadores. A governança corporativa foi despertada por essa assimetria de direitos e as estruturas perversas de poder presentes nos conflitos e custos de agência. Para Andrade e Rossetti (2006);

*Elas são uma reação de agentes que se consideram traídos em seus direitos por conflitos de interesse, por oportunismos perversos, por juízos gerenciais orientados para objetivos dos próprios administradores e pelas mais variadas formas de expropriação praticadas por majoritários.*

Estas forças se estabeleceram tanto internamente quanto externamente ao ambiente das companhias. Resumidamente são as seguintes:

### **Forças Internas:**

- Concentração da propriedade do acionista;
- Constituição de Conselhos de Administradores guardiões;
- Modelos de remuneração de gestores;
- Monitoramento compartilhado;
- Estruturas multidivisionais de negócios.

### **Forças Externas:**

- Definição de mecanismos regulatórios;
- Padrões contábeis exigidos;
- Controle através do mercado de capitais;
- Pressões de capitais competitivos;
- Ativismos de investidores institucionais;
- Ativismos de acionistas;
- Atuação de fundos de *private equity*<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Fundos de *private equity*: fundos que compram participações minoritárias em empresas através de abertura técnica de capital.

## 2.4 BOVESPA

Na América Latina a BOVESPA é a maior negociadora de ações, chegando a concentrar 70% do volume das negociações do subcontinente.

Em 2007 a BOVESPA passou por grandes mudanças, dentre elas em 28 de agosto foi criada a BOVESPA Holding, que possui como subsidiárias a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), prestadora de serviços de liquidação, compensação e custódia; e a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP), responsável pelas operações dos mercados de bolsa e de balcão organizado. E em 26 de outubro ocorreu o IPO (*Initial Public Offering*), sigla em inglês para oferta pública inicial, de ações da BOVESPA, o maior do país até o momento. A demanda pelos papéis chegou a R\$ 60 bilhões, o que fez o valor de mercado empresa ficar em R\$ 16,2 bilhões, superando o valor de mercado da Gol, Klabin, Embraer e Aracruz (CAMPOS, 2007).

Essa reestruturação permitiu que o acesso às negociações e demais serviços da bolsa sejam desvinculados da propriedade das ações, consolidando um processo de desmutualização. Anteriormente apenas corretoras proprietárias de títulos patrimoniais podiam negociar em bolsa.

A BOVESPA administra o BOVESPA MAIS (Mercado de Ações para o ingresso de S.A.s) que é um segmento de mercado de balcão organizado, no qual apenas podem ser listadas companhias abertas com registro na CVM (BOVESPA, 2007).

De acordo com a BOVESPA (2007) “seu propósito é acolher companhias que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição a esse mercado e apoiando sua evolução em termos de transparência, de ampliação da base de acionistas e de liquidez”, características essenciais da governança corporativa.

A BOVESPA ainda divide suas empresas, conhecidos como Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, em três níveis: Nível 1 de Governança, Nível 2 de Governança e Novo Mercado.

Nos níveis de governança as empresas se comprometem a seguir alguma obrigação adicional à legislação, depende do nível em que estão.

Em 2008 a integração da Bovespa e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) deu origem à Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa S.A.). A nova companhia surgiu como a terceira maior bolsa do mundo e segunda bolsa das Américas em valor de mercado.

### 2.4.1 Nível 1

De acordo com a BOVESPA (2007), as companhias de Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Adicionalmente às obrigações da legislação ela possui:

- Melhorar as informações prestadas adicionando às Informações Trimestrais (ITRs), documento que possui as demonstrações financeiras trimestrais, entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e as demonstrações do fluxo de caixa;
- Adicionar às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) entre outras a demonstração dos fluxos de caixa;
- Adicionar às Informações Anuais (IANs) – documento que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Algumas empresas listadas no Nível 1: Aracruz Celulose S.A., Gerdau S.A., Klabin S.A., Sadia S.A., Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A., entre outras.

## 2.4.2 Nível 2

As companhias de Nível 2 se comprometem a cumprir as regras das companhias de Nível 1, e adicionalmente a praticas mais amplas de governança corporativa relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Têm como obrigação adicional à legislação (BOVESPA, 2007):

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS (*International Financial Reporting Standard*), que são as normas internacionais de contabilidade ou US GAAP (*United States General Accounting and Audit Procedures*) que são os procedimentos norte americanos para contabilidade e auditoria;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Algumas empresas listadas no Nível 2: ALL América Latina Logística S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A, Marcopolo S.A., entre outras.

### 2.4.3 Novo Mercado

A premissa básica do Novo Mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas pelo grau de segurança que é passado pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações passadas pelas companhias. É nele que as companhias listadas se comprometem voluntariamente, a adotar as práticas de governança corporativa adicionais ao que é exigido pela legislação.

Para entrar no Novo Mercado é assinado um contrato onde implica a adesão de um conjunto de regras societárias, que são chamadas de Boas Práticas de Governança Corporativa, que são mais exigentes que a legislação do Brasil. Essas regras são consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que ampliam o direito do acionista, aumentam a qualidade das informações prestadas pelas companhias e também a pulverização acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferece aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada (BOVESPA, 2007).

A principal diferença do Novo Mercado é que o capital seja composto apenas por ações ordinárias. E as obrigações adicionais das companhias são:

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Algumas empresas listadas no Novo Mercado: Banco do Brasil S.A., a própria BOVESPA Holding S.A., Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (Embraer), Grendene S.A., Natura Cosméticos S.A., Perdigão S.A., entre outras.

#### **2.4.4 Tradicional BOVESPA**

Até o final de 2000 quando os segmentos de governança corporativa não haviam sido criados, as companhias negociavam suas ações no mercado tradicional da BOVESPA. O mercado tradicional possui menos regras a divulgação de informações e ofertas de ações em comparação aos diferentes níveis de governança corporativa. Abaixo segue quadro comparativo entre os segmentos:

	<b>BOVESPA MAIS</b>	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>TRADICIONA L</b>
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free-float)	25% de free-float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free-float	No mínimo 25% de free-float	No mínimo 25% de free-float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de 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	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

**Quadro 2 – Comparativo entre segmentos da BOVESPA.**

Fonte: BOVESPA

#### 2.4.5 Ibovespa

O Índice BOVESPA ou Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968, (BOVESPA, 2008).

## 2.5 ANÁLISE FINANCEIRA

Segundo Marques (2004), “as demonstrações financeiras convencionais constituem a principal fonte de dados e informações utilizados para fins de avaliação de desempenho das empresas”. Para Braga (1982), a nomenclatura pode variar: Análise Contábil, Análise Financeira, etc. A análise financeira das empresas “tem por fim observar e confrontar os elementos patrimoniais visando o conhecimento minucioso de sua composição qualitativa, de modo a revelar os fatores e antecedentes e determinantes da situação atual [...]”.

Para Marques (2004), os índices de desempenho podem ser divididos em quatro categorias: liquidez e solvência, estrutura e endividamento, rotação e rentabilidade (para fins de análise deste trabalho serão utilizados apenas os índices de rentabilidade). Têm-se também outros índices como os de valor de mercado.

### 2.5.1 Lucratividade e Rentabilidade

Os índices de rentabilidade relacionam uma medida específica de lucro vinda da demonstração de resultado a determinado grupo patrimonial do balanço. Por sua vez, os índices de lucratividade relacionam as medidas de lucro à receita operacional líquida. Segundo Matarazzo (1998), são considerados indicadores que revelam a situação econômica da empresa.

#### 2.5.1.1 Margem Líquida

A margem líquida indica quanto a empresa obtém de lucro sobre suas vendas. Em um índice de 0,02 significa que apenas R\$ 0,02 de lucro líquido foi gerado para cada R\$ 1,00 de receita.

$$\text{Margem líquida} = \frac{\text{Lucro líquido do exercício}}{\text{Receita operacional líquida}}$$



### 2.5.1.2 Retorno sobre o Ativo Total (ROA<sup>4</sup>)

A taxa surge da divisão entre o resultado do exercício (lucro ou prejuízo) e o ativo total médio. O ativo total médio é obtido pelo valor médio do ativo entre dois exercícios consecutivos. Em um índice de 0,11 demonstra que para cada R\$ 1,00 do ativo médio, foi gerado um retorno de 11% .

$$\text{Retorno sobre o Ativo Total (ROA)} = \frac{\text{Lucro (pejuízo) líquido}}{\text{Ativo total médio}}$$

### 2.5.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE<sup>5</sup>)

É uma taxa de retorno sobre o patrimônio dos acionistas, surge a partir da relação entre o resultado líquido e o patrimônio líquido. A taxa mede o retorno aos acionistas da sociedade. Um índice de 1,21 aponta que os acionistas obtiveram um retorno de 21% no exercício.

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)} = \frac{\text{Lucro (pejuízo) líquido}}{\text{Patrimônio Líquido médio}}$$

### 2.5.1.4 Ebitda

O Ebitda, que significa em língua inglesa: *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ou em português: Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida). É uma medida de desempenho da empresa em termos de fluxo de caixa que avalia a capacidade da mesma em gerar recursos a partir de seus ativos. Em outras palavras corresponde ao caixa genuinamente gerado pela atividade operacional da

---

<sup>4</sup> ROA: sigla do inglês *Return over Asset*.

<sup>5</sup> ROE: sigla do inglês *Return over Equity*.

empresa. O Ebitda pode ser considerado também como lucro operacional ajustado, por ser o resultado operacional ajustado pela adição das depreciações, amortizações e resultado financeiro.

O valor do Ebitda é apurado através do lucro operacional antes de se calcular os tributos e ajustando-se os valores de depreciação e amortizações. Neste índice também são eliminadas as despesas financeiras, que não fazem parte da atividade fim da empresa, mas de como é a política de financiamento da mesma, por exemplo.

Existem algumas críticas referentes à consistência do Ebitda, como as feitas através do ofício circular CVM/SNC/SEP Nº. 01/2005 pela CVM que diz o seguinte:

*Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais, que a informação do Lajida (Ebitda) está sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Essa situação torna difícil compreender tanto a formação do número apresentado quanto a sua integração ou conciliação com os outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável.*

Portanto neste trabalho será utilizado o Ebitda calculado pelo Economática, que segundo a empresa, é consistente para todas as empresas constantes em seu banco de dados, pois o cálculo é feito igualmente para todas elas.

#### *2.5.1.4.1 Margem Ebitda*

Como o Ebitda é considerado lucro operacional ajustado, obtemos a margem Ebitda através da relação entre este com a receita líquida da empresa, indicando a margem operacional da empresa. Essa margem evidencia a capacidade da empresa em fazer frente aos custos e despesas operacionais correntes e o impacto dessas despesas sobre o desempenho operacional da atividade.

#### **2.5.2 Valor de Mercado**

Os índices deste grupo apresentam qual o valor de mercado que a companhia possui, o valor de suas ações, ou seja, da cotação de seus títulos emitidos multiplicado pelo volume em circulação.

### 2.5.2.1 Lucro por Ação (LPA)

É uma medida de avaliação obtida através do quociente entre o resultado (lucro ou prejuízo) líquido do período e o número de ações em circulação da companhia. Essa medida demonstra a parte do lucro ou prejuízo atribuível a cada ação da empresa. Conforme Assaf Neto (1987), “mede o ganho potencial do acionista (e não efetivo, financeiramente realizado) de cada ação, dado que o lucro do exercício não é normalmente todo distribuído para o acionista”.

$$\text{LPA} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número de ações}}$$

## 2.6 ANÁLISE ESTATÍSTICA

Serão utilizadas algumas fórmulas estatísticas neste estudo que estão apresentadas abaixo.

### 2.6.1 Média Aritmética

Para Freund (2007), a média aritmética é uma medida de tendência central e mais popularmente é chamada de média pelos leigos. Ela é definida pela soma de  $n$  números dividida por  $n$ .

$$\bar{X} = \frac{X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n}{n}$$

### 2.6.2 Desvio Padrão

O desvio padrão é calculado através da raiz quadrada da variância. Segundo Freund (2007), é “a medida de dispersão geralmente mais útil”. O desvio padrão quantifica a dispersão dos valores em torno da média.

$$\sigma = \sqrt{\frac{(\chi_1 - \bar{\chi})^2 + \Lambda + (\chi_n - \bar{\chi})^2}{n}}$$

### 2.6.3 Coeficiente de Variação

O coeficiente de variação é utilizado para medir o tamanho da dispersão do desvio padrão em relação à média (DOWNING e CLARK, 2000).

$$\text{Coeficiente de variação} = \frac{\sigma}{\bar{\chi}}$$

### 3 METODOLOGIA

O estudo desenvolvido é quantitativo e com base em procedimentos estatísticos. Será utilizada uma análise descritiva de dados secundários obtidos através da BOVESPA e do *software* Economática.

Assim, foi obtida a relação das companhias listadas nos três níveis de governança corporativa e no mercado tradicional da BOVESPA. Posteriormente obteve-se o a listagem das últimas ofertas de ações feitas pelas companhias, a fim de se analisar apenas empresas que não tivessem realizado recentemente uma oferta de ações para evitar distorções de análise.

Foram excluídos também bancos e companhias aéreas da seleção. As empresas escolhidas também deveriam apresentar *free-float*<sup>6</sup> de pelo menos 25%. Como no Nível 2 foram encontradas apenas 6 (seis) empresas com o critério de seleção descrito, a amostra para cada segmento ficou limitada a 6 (seis) empresas. As demais empresas dos outros segmentos foram escolhidas de forma aleatória, respeitando os pré-requisitos citados. Por não ser uma amostra representativa “nenhuma conclusão será estendida à população como um todo” (ROESCH, 1996).

Foram então coletadas as informações financeiras dos exercícios findos em 2005, 2006 e 2007, publicadas pelas companhias escolhidas, na BOVESPA. Os índices foram extraídos dos três exercícios a fim de se conseguir uma comparação mais consistente do desenvolvimento de cada companhia. No total foram selecionadas 24 (vinte e quatro) companhias.

Para as companhias selecionadas obtiveram-se através do *software* Economática os índices de rentabilidade, valorização e cotação diária das ações, para obter as ferramentas necessárias que possam comprovar o desempenho das empresas selecionadas.

---

<sup>6</sup> *Free-float*: indica o percentual de ações em negociação na bolsa de valores.

## 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Abaixo seguem as empresas e seus respectivos setores de atuação que foram selecionados para este estudo conforme critério de seleção descrito anteriormente:

### **Nível 1**

- Votorantim Celulose e Papel S.A. (V C P) – Papel e Celulose;
- Cia. Vale do Rio Doce (Vale) – Minerais Metálicos;
- Brasil Telecom S.A. – Telefonia Fixa;
- Metalúrgica Gerdau S.A. (Gerdau Met) – Siderurgia;
- Usinas Sid. de Minas Gerais – Usiminas – Siderurgia;
- Cia. Brasileira de Distribuição (P. Açúcar – CBD) – Alimentos.

### **Nível 2**

- Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. – Energia Elétrica;
- Marcopolo S.A. – Material Rodoviário;
- Net Serviços de Comunicação S.A. – Televisão por Assinatura;
- Saraiva S.A. Livreiros e Editores – Jornais, Livros e Revistas;
- ALL América Latina Logística – Transporte Ferroviário;
- Suzano Petroquímica S.A. – Petroquímicos.

### **Novo Mercado**

- Companhia Concessões Rodoviárias (CCR Rodovias) – Exploração de Rodovias;
- Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part – Construção Civil;
- Iochpe Maxion S.A. – Material Rodoviário;
- Cia. Saneamento Básico Est. São Paulo (Sabesp) – Água e Saneamento;
- Grendene S.A. – Calçados;
- Diagnósticos da América S.A. (Dasa) – Serviços Médico-Hospitalares, Análises e Diagnósticos.

### **Tradicional – BOVESPA**

- Cia. Siderúrgica Nacional (Sid Nacional) – Siderurgia;

- Inepar S.A. Indústria e Construções – Máquinas e Equipamentos Industriais;
- Lojas Americanas S.A. – Produtos Diversos;
- Vivo Participações S.A. – Telefonia Móvel;
- Cia. Bebidas das Américas – Ambev – Cervejas e Refrigerantes;
- Forjas Taurus S.A. – Armas e Munições.

#### 4.1 RESULTADOS ESTATÍSTICOS

Através das cotações diárias das ações mais negociadas na BOVESPA das empresas selecionadas, foram calculados os retornos diários para cada ação. A partir dos retornos diários foram calculados o retorno médio, o desvio padrão e o coeficiente de variação anuais para cada ação.

Obtidos os valores anuais para cada empresa foi calculada a média dos retornos médios, a média do desvio padrão e a média dos coeficientes de variação para cada segmento de listagem da BOVESPA abordados por este estudo.

Para o Ibovespa foi calculado o retorno médio, o desvio padrão e o coeficiente de variação para os três anos do estudo, 2005, 2006 e 2007.

Ao final dos cálculos foi feita uma tabela comparativa com as médias do retorno médio, do desvio padrão e do coeficiente de variância para cada ano da análise, comparando o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado com o mercado tradicional e o Ibovespa.

Para o cálculo das médias e dos desvios padrão foram feitas 6625 observações em 2005, 249, que foram os dias em que houve negociação de ações, para cada empresa e para o Ibovespa, em 2006 foram feitas 6150 observações, 246 para cada empresa e Ibovespa e em 2007 foram feitas 6125 observações, 245 para cada empresa e o Ibovespa, totalizando 18500 observações no período estudado.

Abaixo segue a tabela comparativa das médias:

**Tabela 1 – Comparativo das médias anuais do retorno médio, do desvio padrão e do coeficiente de variação nos diferentes segmentos da Bovespa e do Ibovespa.**

2005				
Segmento	Retorno Médio R\$	Retorno Médio %	Desvio padrão %	Coeficiente de Variação
Nível 1	0,00047	0,05	2,42	51,51528
Nível 2	0,00141	0,14	2,63	18,59416
Novo Mercado	0,00242	0,24	2,95	12,17619
Tradicional	0,00019	0,02	2,61	139,16859
Ibovespa	0,00111	0,11	1,57	14,20091
2006				
Segmento	Retorno Médio R\$	Retorno Médio %	Desvio padrão %	Coeficiente de Variação
Nível 1	0,00135	0,14	2,26	16,70840
Nível 2	0,00190	0,19	2,63	13,84659
Novo Mercado	0,00136	0,14	2,61	19,15649
Tradicional	0,00210	0,21	2,74	13,04543
Ibovespa	0,00127	0,13	1,53	11,99266
2007				
Segmento	Retorno Médio R\$	Retorno Médio %	Desvio padrão %	Coeficiente de Variação
Nível 1	0,00146	0,15	2,27	15,53103
Nível 2	0,00174	0,17	2,89	16,60638
Novo Mercado	0,00096	0,10	2,47	25,66015
Tradicional	0,00292	0,29	2,73	9,32139
Ibovespa	0,00163	0,16	1,73	10,59913

Fonte: Elaborado com dados do Economática e da BOVESPA.

Examinando os dados da tabela verifica-se que em 2005 as ações do Nível 1 apresentaram o segundo pior desempenho, com um retorno diário de 0,05%. Em 2006 o retorno médio obteve um acréscimo 187% e em 2007 de 8%. Ao fim do período analisado o retorno médio diário das ações subiu 211%.

Para o Nível 2 constata-se um aumento no retorno de 34% em 2006 e depois uma leve queda em 2007 de 8%. Na comparação 2005 x 2007 os retornos do segmento aumentaram 23%.

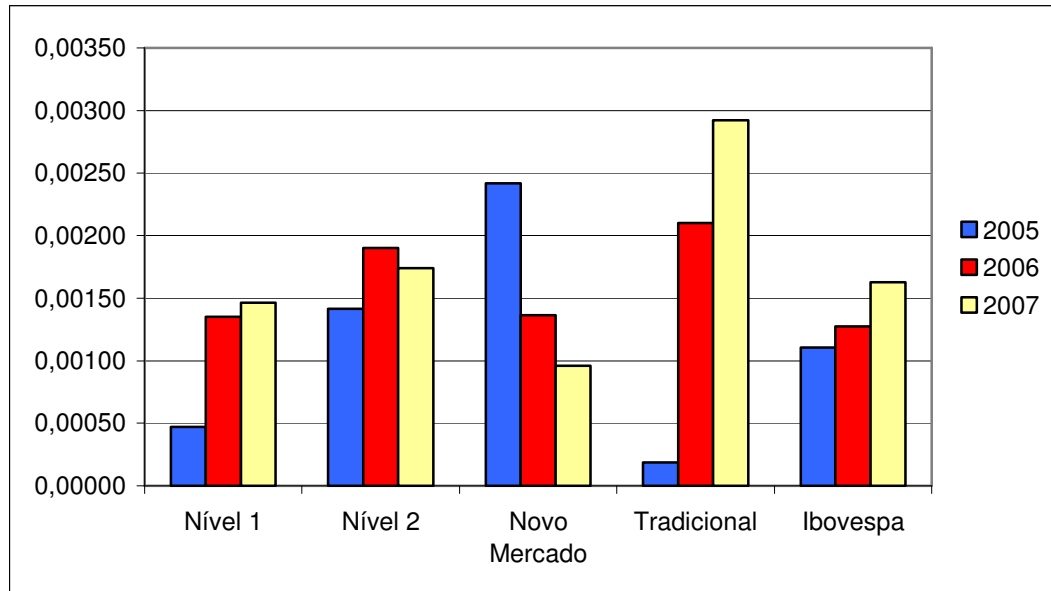
O Novo Mercado foi o segmento que apresentou o melhor retorno médio em 2005, chegando a 0,24%. Em contrapartida foi o único que apresentou queda nos dois exercícios subsequentes: 44% em 2006 e 30% em 2007, chegando a uma variação negativa no período estudado de 60%.

O mercado tradicional da BOVESPA apresentou o valor mais baixo de retorno médio diário em 2005, 0,02%, no entanto em 2006 e 2007 obteve os melhores retornos, 0,21% e 0,29% respectivamente. Na análise 2005 x 2007 o retorno do mercado tradicional obteve um acréscimo de 1457%.

No estudo feito o Ibovespa demonstrou uma oscilação no retorno em 2006 de 15% e em 2007 de 28%. Na comparação 2005 x 2007 a variação do retorno Ibovespa foi de 47%.



Com o gráfico abaixo obtém-se uma melhor visualização da evolução do retorno médio anual de cada segmento e do Ibovespa:



**Gráfico 1 – Evolução anual dos retornos médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.**  
Fonte: Elaborado com dados do Economática e da BOVESPA.

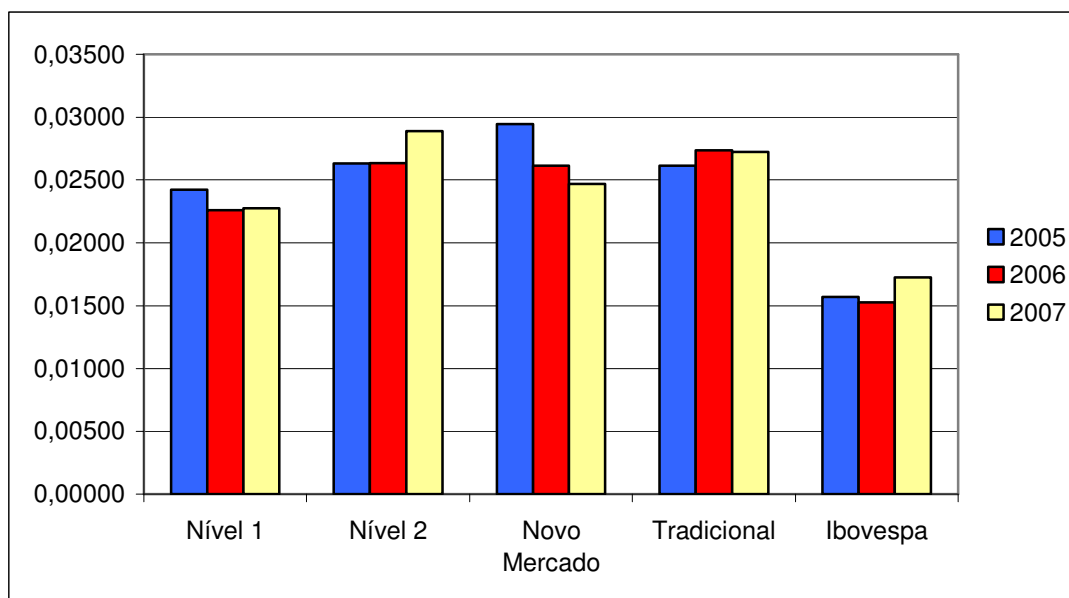
Através do gráfico fica mais evidente a variação mais linear do retorno médio do Ibovespa e o grande aumento de 1457% no retorno médio do segmento tradicional. Constatase também a queda que o Novo Mercado obteve em seu retorno médio durante os períodos estudados. Outra variação que é mais perceptível é a do Nível 2, que se manteve mais estável nos três anos, apresentando a menor variação total. E a variação mais parecida com o Ibovespa apontada pelo gráfico do Nível 1.

Analisando o desvio padrão médio ou a volatilidade dos retornos médios o Ibovespa apresentou o menor valor, chegando próximo aos 2% para os três anos analisados. As empresas estudadas que se encontram no Nível 1 também apresentam um desvio padrão equilibrado, com valores um pouco superiores a 2% nos três exercícios, este segmento foi o que apresentou o segundo menor desvio do estudo.

Em 2005 o desvio padrão do Nível 2, Novo Mercado e mercado tradicional apresentaram valores próximos a 3%. Entre eles o maior desvio foi o do Novo Mercado e o menor foi o do mercado tradicional. Para 2006 os três segmentos também têm desvios padrão próximos a 3%, mas desta vez as posições entre o Novo Mercado e mercado tradicional se inverteram e o Nível 2 permaneceu entre ambos. Em 2007 o desvio padrão do Novo Mercado

cai um pouco ficando mais próximo dos 2%, seguido dele vem o mercado tradicional com uma queda quase insignificante e depois o Nível 2 com uma pequena variação positiva.

Graficamente a variação das médias do desvio padrão pode ser assim apresentada:



**Gráfico 2 – Evolução anual dos desvios padrão médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.**

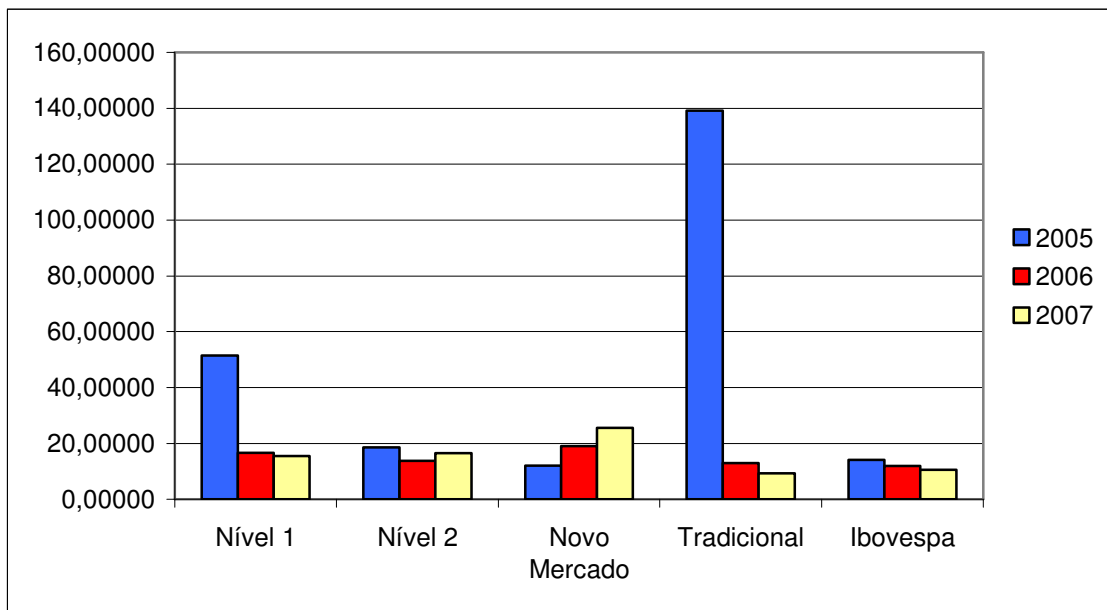
Fonte: Elaborado com dados do Economática e da BOVESPA.

Com o gráfico percebe-se mais facilmente que o desvio padrão do Ibovespa é o mais baixo, mas a menor variação entre os anos estudados é do segmento tradicional. O Novo Mercado e o Nível 1 foram os únicos segmentos que apresentaram queda na análise e o Nível 2 apresentou um aumento no desvio padrão.

Se o desvio padrão for interpretado como um nível de risco das ações neste estudo, pode-se constatar que nos segmentos de governança corporativa os riscos caíram durante o estudo, exceto para o Nível 2, que teve seu risco aumentado junto com o Ibovespa e o mercado tradicional.

Apesar disso os valores médios do retorno e dos desvios padrão ainda não são a melhor forma de verificar o risco das amostras, para isso será utilizado o coeficiente de variação.

Graficamente a média dos coeficientes de variação pode ser assim demonstrado:



**Gráfico 3 – Evolução anual dos coeficientes de variação médios dos diferentes segmentos da BOVESPA e do Ibovespa.**

Fonte: Elaborado com dados do Economática e da BOVESPA.

Através do gráfico verifica-se que em 2005 o coeficiente de variação do segmento tradicional é extremamente elevado, sendo o mais alto entre os segmentos. Mesmo assim, o coeficiente cai em 2007 para o menor valor entre as amostras estudadas.

O Novo Mercado é o único segmento que apresenta aumento no coeficiente de variação durante a análise, ficando com o valor mais alto em 2007.

Em 2007 os valores dos coeficientes de variação do Nível 1 e do Nível 2 são praticamente iguais, mas o Nível 2 é o que apresenta o maior valor. Já em 2005 o coeficiente do Nível 1 era bem mais elevado que o do Nível 2 e o segundo mais alto encontrado no ano.

O coeficiente de variação do Ibovespa foi o que apresentou a variação mais equilibrada nos três exercícios em questão.

## 4.2 RESULTADOS FINANCEIROS

Este estudo também contemplou a análise de indicadores financeiros das empresas selecionadas. Abaixo seguem as análises de cada empresa no seu respectivo segmento.

#### 4.2.1 Companhias de Nível 1

A tabela abaixo apresenta os índices financeiros obtidos do Economática das companhias listadas no Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA.

**Tabela 2 – Índices financeiros das empresas listadas no Nível 1 da BOVESPA.**

2005					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Brasil Telecom	-3,00	28,21	-1,82	-5,52	-0,56
Gerdau Met	6,00	23,60	5,80	33,00	6,90
Usiminas	30,00	41,70	21,50	44,80	7,94
Vale	30,70	49,60	19,50	43,40	2,27
V C P	16,10	35,80	5,70	13,20	2,88
Pão de Açúcar	1,90	8,20	2,40	6,00	1,13
<b>Média</b>	<b>13,62</b>	<b>31,19</b>	<b>8,85</b>	<b>22,48</b>	<b>3,43</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>14,41</b>	<b>14,60</b>	<b>9,47</b>	<b>20,92</b>	<b>3,32</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>1,06</b>	<b>0,47</b>	<b>1,07</b>	<b>0,93</b>	<b>0,97</b>
2006					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Brasil Telecom	4,20	34,12	2,70	7,82	0,79
Gerdau Met	5,70	22,60	5,00	28,30	7,31
Usiminas	20,30	34,20	13,30	24,10	5,10
Vale	29,70	49,90	10,90	34,40	2,78
V C P	17,30	39,30	6,40	12,80	3,21
Pão de Açúcar	0,60	8,30	0,70	1,80	0,38
<b>Média</b>	<b>12,97</b>	<b>31,40</b>	<b>6,50</b>	<b>18,20</b>	<b>3,26</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>11,27</b>	<b>14,36</b>	<b>4,82</b>	<b>12,69</b>	<b>2,62</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,87</b>	<b>0,46</b>	<b>0,74</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>
2007					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Brasil Telecom	7,21	34,49	5,12	14,30	1,46
Gerdau Met	6,00	20,00	4,40	29,10	9,92
Usiminas	22,90	37,30	15,30	25,40	6,43
Vale	30,90	51,70	15,10	35,10	4,14
V C P	26,10	31,40	7,10	14,90	4,10
Pão de Açúcar	1,40	6,90	1,70	4,20	0,93
<b>Média</b>	<b>15,75</b>	<b>30,30</b>	<b>8,12</b>	<b>20,50</b>	<b>4,49</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>12,34</b>	<b>15,36</b>	<b>5,75</b>	<b>11,37</b>	<b>3,33</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,78</b>	<b>0,51</b>	<b>0,71</b>	<b>0,55</b>	<b>0,74</b>

Fonte: Elaborado com dados do Economática.

#### 4.2.1.1 Votorantim Celulose e Papel S.A. (V C P)

Verifica-se que a margem ebitda da companhia apresentou um aumento em 2006, mas em 2007 fechou com uma queda de 12%, quando comparada ao primeiro ano da análise. Esses valores demonstram que apesar dos ganhos em 2006, em 2007 o lucro advindo da operação da V C P caiu, o que poderia levar à conclusão de uma queda de desempenho, que apesar disso ficou em um nível muito bom de 31%.

Já quando se analisa a margem líquida percebe-se um crescimento em 2006 e 2007, apresentando um incremento de 62% na lucratividade geral da empresa, pois a margem líquida envolve também as receitas e despesas não operacionais.

Assim como nas margens, o retorno do ativo também apresentou um bom desempenho em 2006 e 2007. O acréscimo de 25% no retorno comparando 2005 x 2007, demonstra que a empresa conseguiu aumentar em  $\frac{1}{4}$  a sua eficiência operacional, ou seja, o seu lucro por unidade monetária investida.

O retorno do PL apresenta uma queda de 3% em 2006 no retorno sobre o capital investido pelos acionistas, mas em 2007 houve uma recuperação nesta queda e um incremento de 13% em comparação a 2005 e de 16% comparado a 2006, demonstrando uma melhora considerável no retorno do acionista.

O potencial lucro pago por ação apesar das quedas verificadas em outros índices em 2006, continuou subindo, o que também ocorreu em 2007, representando um aumento total de 42% do LPA ao final de 2007.

#### 4.2.1.2 Cia. Vale do Rio Doce (VALE)

A margem líquida sofre uma pequena queda em 2006, mas quando verificado a variação 2005 x 2007 a empresa consegue um pequeno aumento na sua lucratividade de aproximadamente 1%.

Já a margem ebitda, mostra um aumento um pouco melhor em comparação com a margem líquida de 4% de 2007 para 2005, demonstrando um aumento no lucro operacional da empresa no período.

Verifica-se que o retorno do ativo sofreu uma queda em 2006 e que se recuperou em 2007, mas mesmo assim ainda ficou abaixo do valor de 2005. Apesar da queda nos lucros obtidos por unidade monetária de investimento total da empresa, o índice de ROA ainda apresenta-se com um bom valor de retorno.

Com o retorno do patrimônio líquido percebe-se o mesmo que ocorreu no retorno sobre o ativo, apenas a queda de 2005 para 2007 ficou um pouco acima, 19% para o ROE e 23% para o ROA. O que significa uma diminuição do retorno sobre o capital próprio investido.

O lucro por ação obteve um acréscimo de 83% de 2005 para 2007, mostrando que apesar da queda em 2006 o lucro de cada ação emitida seguiu a subir em 2007.

#### 4.2.1.3 Brasil Telecom S.A

Tem-se um aumento de 340% na margem líquida da empresa, considerando-se a variação de 2005 x 2007, o que demonstra uma grande recuperação nos lucros para cada unidade monetária vendida.

O aumento da margem ebitda não é tão expressivo, mas o valor da margem nos três anos é alto, demonstrando que o desempenho operacional da empresa vem se mantendo durante o tempo em um bom nível.

O retorno sobre o ativo mostrou ganhos de 248% em 2006 comparado a 2005 e de 381% em 2007 quando comparado ao mesmo ano. O que equivale a um bom retorno do capital investido no ativo da empresa.

O retorno do patrimônio líquido apresentou aumentos significativos durante os últimos dois anos, demonstrando que o retorno que o acionista está recebendo em relação ao capital investido vem sendo muito bom, com um retorno de 14,3% em 2007.

O potencial lucro pago por ação também sofreu grandes incrementos em 2006 e 2007, mostrando que as ações da empresa vêm se valorizando no decorrer dos anos.

#### 4.2.1.4 Metalúrgica Gerdau S.A.

A margem líquida da Gerdau apresentou uma pequena queda em 2006, que foi recuperada em 2007. A companhia apresentou em 2007 o mesmo valor de margem que em 2005, 6%, não demonstrando variação no estudo.

Houve redução da margem ebitda nos exercícios analisados, em 2006 a redução foi de 4% e em 2007 de 12%. Verifica-se que o desempenho operacional da empresa apresentou uma variação negativa total de 15%.

Em 2006 tanto a rentabilidade do ativo como do patrimônio líquido caíram 14%, em 2007 o retorno do ativo sofreu mais uma queda de 12%, mas o retorno do PL sofreu um acréscimo de 3%. Ao final do estudo o retorno do ativo apresentava uma queda acumulada de 24% e o retorno do PL de 12%.

O lucro por ação foi o índice com o melhor desempenho da empresa. Em 2006 aumentou 6% e em 2007 36%. Na análise 2005 x 2007 o potencial valor pago por ação variou 44%, chegando ao valor de R\$ 9,92.

#### 4.2.1.5 Usinas Sid. de Minas Gerais S.A. – Usiminas

De modo geral a rentabilidade da companhia apresentou queda quando comparado a 2005. Quando 2007 é comparado a 2006 houve um pequeno incremento nos índices analisados, mas não o suficiente para recuperar a primeira queda.

Apesar dessa queda os valores das margens encontram-se em um bom patamar, assim como o retorno do ativo e o retorno do patrimônio líquido. O LPA também apresenta um bom valor no período em análise.

Essa queda na lucratividade da Usiminas pode ser explicada pela queda na produção e consumo de máquinas e equipamentos na economia brasileira, segundo Guia da Siderurgia, revista especializada em negócios do aço, a produção de aço sofreu uma diminuição, principalmente devido a parada do alto forno da Companhia Siderúrgica Nacional em 2005, por 129 dias. Houve a queda então na venda de aço para as siderurgias, possível responsável pela diminuição do lucro em 2006. Essa variação pode ser verificada mais adiante também na análise da Siderúrgica Nacional.

Apesar das quedas nos índices a Usiminas foi a única empresa do Nível 1 a ter todos os índices acima da média do segmento.

#### 4.2.1.6 Cia. Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar)

Ambas as margens, a líquida e a ebitda, obtiveram um resultado negativo na comparação 2005 x 2007, a primeira 26% e a segunda de 16%. Além do baixo desempenho a margem líquida do Pão de Açúcar apresentou um valor muito baixo, de 1,4% em 2007, de lucro sobre unidade monetária vendida da companhia.

Assim como nas margens os retornos do ativo e do patrimônio líquido também fecharam a análise com valor negativo. A variação do ROA foi de 29% negativos e do ROE foi de 30% negativos. Nem a variação positiva dos índices em 2007 fez com que os mesmo fechassem com um bom valor, eles foram os menores entre as companhias do segmento.

O lucro por ação do Pão de Açúcar também foi o mais baixo do segmento, fechando 2007 com um valor de R\$ 0,93 por ação, o que representa uma queda de 18% em relação a 2005.



## 4.2.2 Companhias de Nível 2

A tabela abaixo apresenta os índices financeiros obtidos do Economática das companhias listadas no Nível 2 de governança corporativa da BOVESPA.

**Tabela 3 – Índices financeiros das empresas listadas no Nível 2 da BOVESPA.**

2005					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Eletropaulo	-2,22	14,15	-1,66	-9,43	-1,10
Marcopolo	4,82	6,46	6,34	17,75	0,37
Net	7,90	28,30	5,40	20,20	0,48
Saraiva	8,40	16,30	13,80	30,10	1,74
ALL	15,80	36,30	6,40	18,30	0,08
Suzano	0,80	10,90	0,50	1,60	0,07
<b>Média</b>	<b>5,92</b>	<b>18,74</b>	<b>5,13</b>	<b>13,09</b>	<b>0,27</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>6,35</b>	<b>11,31</b>	<b>5,40</b>	<b>14,34</b>	<b>0,92</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>1,07</b>	<b>0,60</b>	<b>1,05</b>	<b>1,10</b>	<b>3,36</b>
2006					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Eletropaulo	4,47	20,98	3,33	17,00	2,23
Marcopolo	6,90	9,28	8,39	22,55	0,54
Net	4,20	26,60	2,60	6,60	0,28
Saraiva	8,40	13,50	11,20	20,10	1,65
ALL	4,40	34,10	0,90	3,10	0,03
Suzano	0,00	8,30	0,00	0,00	0,00
<b>Média</b>	<b>4,73</b>	<b>18,79</b>	<b>4,40</b>	<b>11,56</b>	<b>0,79</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>2,86</b>	<b>10,28</b>	<b>4,43</b>	<b>9,52</b>	<b>0,93</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,61</b>	<b>0,55</b>	<b>1,01</b>	<b>0,82</b>	<b>1,18</b>
2007					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Eletropaulo	9,99	23,34	5,86	21,45	4,26
Marcopolo	6,21	7,83	6,46	22,33	0,59
Net	6,40	27,20	3,40	6,40	0,52
Saraiva	9,60	15,50	13,40	24,80	2,49
ALL	10,20	42,30	2,20	8,50	0,08
Suzano	5,80	11,50	5,70	13,90	0,64
<b>Média</b>	<b>8,03</b>	<b>21,28</b>	<b>6,17</b>	<b>16,23</b>	<b>1,43</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>2,10</b>	<b>12,58</b>	<b>3,90</b>	<b>7,74</b>	<b>1,62</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,26</b>	<b>0,59</b>	<b>0,63</b>	<b>0,48</b>	<b>1,13</b>

Fonte: Elaborado com dados do Economática.

#### 4.2.2.1 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.

A margem líquida negativa em 2005 mostra a baixa capacidade da empresa em gerar lucro no ano, como se pode ver em outros índices analisados. Mas como em outros índices, houve uma recuperação na lucratividade da Eletropaulo em 2006 e 2007, ficando em 550% ao final de 2007 comparado a 2005.

A margem ebitda não apresenta a mesma queda que a margem líquida apresentou em 2005 mostrando que o lucro da operação da empresa sempre esteve positivo e em ascensão no período em análise.

O retorno sobre os ativos da empresa também estavam abaixo de zero em 2005, assim como o retorno do patrimônio líquido, mas ambos os índices apresentam um bom retorno em 2006 e 2007, mostrando uma recuperação de 453% do retorno do ativo e de 328% do retorno do PL em 2007, para o período em que estavam negativos. O lucro por ação apresenta o mesmo desempenho, negativo em 2005 e positivo em 2006 e 2007, com uma recuperação total de 486% em 2007 na comparação com 2005.

#### 4.2.2.2 Marcopolo S.A.

As margens ebitda e líquida da companhia vinham aumentando em 2006, mas apresentaram uma queda em 2007. Mesmo com a queda das margens em 2007 o lucro líquido da Marcopolo apresentou incremento.

O retorno sobre o ativo da empresa subiu em 2006, mas acabou em queda em 2007, mesmo assim ficou 2% acima de 2005.

O retorno sobre o patrimônio líquido também subiu em 2006, mas sofreu uma queda em 2007, mas acabou ficando 26% acima do valor de 2005, representando um ótimo retorno para o capital aplicado pelos acionistas, um retorno com um total de 22%.

O lucro por ação foi o único índice que obteve acréscimo em todos os anos do período analisado. Percebe-se assim que a organização vem melhorando seu resultado no decorrer dos anos.

#### 4.2.2.3 Net Serviços de Comunicação S.A.

Ocorreu uma queda na margem líquida da empresa em 2006, que depois subiu em 2007, mas não o suficiente para recuperar o valor de 2006. A margem acabou ficando 19% menor em 2007 que em 2005.

A margem ebitda apresentou o mesmo tipo de oscilação em 2006 e 2007 que a margem líquida. O que se pode verificar é que a margem ebitda apresenta um valor bem mais elevado do que a outra margem analisada, mostrando que o valor do lucro operacional da empresa encontra-se em um bom patamar, apesar da queda de 4% em 2007 comparado a 2005.

Tanto o retorno do ativo como o do patrimônio líquido apresentaram queda em 2006. O retorno sobre o ativo ainda sofreu uma leve oscilação positiva em 2007, mas o valor ainda assim ficou 37% abaixo do valor de 2005. O retorno do capital investido pelos acionistas seguiu em queda em 2007 também, ficando muito aquém do valor de 2005, totalizando uma queda de 68%.

O lucro por ação foi o único índice que obteve resultado positivo quando comparado 2005 x 2007, mesmo com a queda de 2006, ficando com um aumento de 9%.

A Net foi a única empresa deste estudo que apresentou queda em praticamente todos os índices, exceto o LPA que aumentou.

#### 4.2.2.4 Saraiva S.A. Livreiros Editores

A margem líquida da empresa manteve-se em equilíbrio em 2005 e 2006 e oscilou positivamente em 14% em 2007. Um aumento não muito expressivo, considerando que neste índice entram despesas e receitas que não fazem parte da operação da companhia

Já a margem ebitda, que apresenta a margem operacional sofreu uma queda de 17% em 2006 e teve variação positiva de 15% em 2007, mas apesar disso ficou 5% abaixo de 2005.

Ambos os retornos, do ativo e do patrimônio líquido, ficaram abaixo em 2006 e 2007 do valor de 2005. O retorno mais afetado foi o dos acionistas que ficou com uma variação de menos 18% em 2007 comparado a 2005.

O lucro por ação, foi o índice com a melhor variação percentual da análise da Saraiva. Esse índice mostra a evolução positiva que o valor da ação da empresa obteve nos anos analisados.

Apesar da queda de alguns índices de lucratividade, a variação positiva da margem líquida e do lucro por ação aponta a melhora no lucro total da empresa.

#### 4.2.2.5 ALL América Latina Logística

A ALL apresentou queda em quatro dos cinco índices analisados. O único índice que apresentou resultado positivo em 2007 foi a margem ebitda, que além da variação positiva de 17%, fechou com um índice de lucro operacional de 42%, o mais alto do Nível 2.

A margem líquida fechou 2007 em queda, como citado anteriormente, mas mesmo assim obteve o valor mais alto do segmento no ano, o lucro chegou a 10%.

O retorno do ativo repetiu as quedas da margem líquida, mas ao contrário dela apresentou o valor mais baixo do ano no segmento, 2%. Ao final da análise a queda acumulada chegou a 66%.

O retorno do patrimônio líquido também obteve uma queda no final do estudo, que chegou a 54%, ficando com o segundo menor valor do Nível 2 em 2007, 9%.

O lucro por ação também obteve o menor valor em 2007 do segmento, R\$ 0,08, mesmo com o acréscimo em seu valor em 2006 de 184% ele fechou em queda de 2% em 2007 em relação a 2005.

#### 4.2.2.6 Suzano Petroquímica S.A.

A margem líquida da empresa apresentou um salto de quase 1% para quase 6% de 2005 para 2007, representando uma variação de 625% no índice. O aumento de seu lucro líquido do exercício obteve uma excelente variação.

Já a margem ebitda após uma queda em 2006 voltou a subir em 2007, chegando a um incremento de 39% na geração operacional de caixa sobre a receita líquida.

O retorno sobre o ativo também apresentou elevado ganho quando comparado 2005 x 2007, chegando a um patamar de 1040%. Valor este que demonstra que a companhia conseguiu aumentar e muito o rendimento sobre seus ativos nesses três anos de análise.

O mesmo ocorre com o retorno sobre o capital investido pelos acionistas, que chegou a aumentar 767% de 2005 para 2007. Isso representa uma grande melhora no lucro obtido pela companhia sobre o capital próprio investido.

Apesar do lucro por ação ser o quarto mais baixo em 2007 dentre as empresas analisadas, a Suzano é a empresa que apresenta o melhor desempenho quando comparada a 2005, chegando a um incremento de 848% no LPA.

Nesta análise pode-se verificar que a Suzano não é a empresa que possui os melhores índices, mas foi a que conseguiu a melhor variação em quatro dos cinco índices, apenas a margem ebitda não foi a maior constatada.

### 4.2.3 Companhias do Novo Mercado

A tabela abaixo apresenta os índices financeiros obtidos do Economática das companhias listadas no Novo Mercado de governança corporativa da BOVESPA.

**Tabela 4 – Índices financeiros das empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA.**

2005					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Ccr Rodovias	25,60	56,00	14,60	36,40	1,24
Cyrela Realty	18,55	22,90	7,20	12,54	0,86
Iochpe	4,83	13,70	10,69	31,37	1,36
Sabesp	17,50	46,10	5,00	10,20	3,80
Grendene	8,00	14,70	7,40	10,00	0,85
Dasa	1,90	22,50	1,70	3,80	0,19
<b>Média</b>	<b>12,73</b>	<b>29,32</b>	<b>7,77</b>	<b>17,39</b>	<b>1,38</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>9,21</b>	<b>17,54</b>	<b>4,48</b>	<b>13,20</b>	<b>1,25</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,72</b>	<b>0,60</b>	<b>0,58</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>
2006					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Ccr Rodovias	25,50	55,60	14,30	34,90	1,36
Cyrela Realty	21,70	22,66	7,96	12,43	1,37
Iochpe	4,63	13,04	8,32	21,81	1,09
Sabesp	14,10	44,30	4,30	8,60	3,42
Grendene	12,20	19,10	9,50	13,80	1,35
Dasa	2,50	20,50	1,60	3,50	0,29
<b>Média</b>	<b>13,44</b>	<b>29,20</b>	<b>7,66</b>	<b>15,84</b>	<b>1,48</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>9,09</b>	<b>16,77</b>	<b>4,38</b>	<b>11,13</b>	<b>1,04</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,68</b>	<b>0,57</b>	<b>0,57</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>
2007					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
CCR Rodovias	24,80	61,50	13,80	36,10	1,45
Cyrela Realty	24,73	28,75	8,94	20,39	2,38
Iochpe	5,61	12,85	8,42	23,31	1,36
Sabesp	17,60	45,20	5,60	10,70	4,60
Grendene	10,50	17,70	8,60	11,30	1,26
Dasa	6,60	20,90	4,60	11,10	0,99
<b>Média</b>	<b>14,97</b>	<b>31,15</b>	<b>8,33</b>	<b>18,82</b>	<b>2,01</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>8,68</b>	<b>18,68</b>	<b>3,22</b>	<b>10,03</b>	<b>1,36</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,58</b>	<b>0,60</b>	<b>0,39</b>	<b>0,53</b>	<b>0,68</b>

Fonte: Elaborado com dados do Economática.

#### 4.2.3.1 Companhia Concessões Rodoviárias (CCR Rodovias)

A margem líquida da empresa apresentou uma pequena queda de 3% na comparação 2005 x 2007. No final de 2007 o valor da margem líquida, mesmo com a queda, apresentou um bom valor na análise feita.

O valor de margem ebitda foi o melhor encontrado nos três anos nesse estudo, além de um valor alto ainda apresentou crescimento no último ano, ficando em quase 62%, o que representa um crescimento de 10% do primeiro para o terceiro ano estudados.

Em 2006 o retorno do ativo caiu em 2% e depois em 2007 sofreu mais uma queda de 4%, totalizando uma queda total de 6% em 2007 em relação a 2005. Apesar das quedas o retorno sobre os ativos da empresa no final do período estudado ficou em bom patamar.

Após uma queda do retorno sobre o patrimônio líquido em 2006 o índice voltou a oscilar positivamente em 2007 e fechou em 36%, um dos maiores de 2007 entre as empresas estudadas.

O potencial lucro pago por ação da CCR Rodovias aumentou durante o período analisado. No fim de 2007 chegou a R\$ 1,45, representando um crescimento de 17% em comparação ao ano de 2005.

#### 4.2.3.2 Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part.

A margem líquida apresentou oscilação positiva durante o período analisado. Em 2006 a variação positiva foi de 17% e em 2007 subiu mais 14%. Verifica-se que a companhia vem aumentando seus lucros por cada unidade monetária vendida no período estudado.

Como ocorreu com a margem líquida, a margem ebitda também apresentou crescimento na comparação 2005 x 2007, chegando a aumentar 26%. Foi verificada apenas uma queda de 1% em 2006, valor considerado insignificante. Ao fim do estudo a empresa apresentava um bom aumento na sua margem de lucro operacional.

O retorno do ativo apresentou incrementos lineares em 2006 e 2007, nos valores de 11% e 12%, respectivamente, em relação ao exercício anterior. Os lucros obtidos a partir dos investimentos nos ativos da empresa ficaram um pouco acima da média de todo o estudo.

O retorno sobre o capital investido da companhia sofreu uma pequena variação negativa em 2006, mas voltou a se recuperar em 2007. Com um incremento total de 63% da rentabilidade do patrimônio líquido comparado a 2005, a empresa fecha 2007 com um bom retorno.

Os valores do lucro por ação apresentaram uma grande variação no período analisado. O aumento chegou a 59% em 2006 e 74% em 2007, representando um aumento geral de 177% nos três exercícios.

#### 4.2.3.3 Iochpe Maxion S.A.

A margem líquida apresentou variação negativa apenas em 2006, em 2007 o valor da margem já voltou a subir, fechando o período analisado com 16% de oscilação. Embora tenha tido uma variação positiva a Iochpe obteve o menor lucro sobre suas unidades monetárias vendidas no Novo Mercado em 2007.

Nos três anos analisados a Iochpe apresentou o menor valor de margem ebitda do segmento, 14% em 2005 e 13% em 2006 e 2007. Na comparação 2005 x 2007 a margem oscilou menos 6%.

Em 2006 a rentabilidade do ativo caiu 22% e em 2007 apresentou uma pequena variação positiva de 1%, no acumulado a variação foi de 21% negativos. Embora tenha tido uma variação negativa o ROA da Iochpe foi o terceiro maior do ano no segmento.

O retorno do patrimônio líquido da companhia é o segundo maior nos três anos estudados, ficando abaixo apenas do retorno da CCR. Mesmo com a boa marca o retorno do PL na comparação 2005 x 2007 obteve uma variação negativa de 26%.

O lucro por ação da empresa caiu 20% em 2006 e subiu 25% em 2007, representando uma variação acumulada de zero ao final de 2007, fechando o ano com o valor de R\$ 1,36.



#### 4.2.3.4 Cia. Saneamento Básico Est. São Paulo (Sabesp)

A margem líquida da Sabesp apresenta uma queda de 19% em 2006 e uma variação positiva de 25% em 2007. Ao final do estudo a variação da margem líquida teve apenas 1% de aumento. Embora tenha sido pequeno o valor da variação a Sabesp tem a terceira melhor margem sobre o lucro líquido do segmento nos três anos estudados, chegando a 18% em 2007.

Na comparação 2005 x 2007 a margem ebitda fechou em queda de 2%. Em 2007 o valor da margem do lucro operacional chegou a 45%, o segundo mais alto entre as empresas analisadas no Novo Mercado.

O retorno do ativo oscilou negativamente em 2006, 14%, e subiu 30% em 2007, ao final da análise o resultado foi de 12% de variação positiva. O retorno sobre cada unidade monetária vendida ficou com um valor de 6% ao final de 2007.

A rentabilidade do capital investido pelos acionistas também aumentou em 2007 em relação a 2005, um total de 5%, chegando a um valor de 11%, o mais baixo do ano no segmento.

O lucro por ação chegou ao final de 2007 com um valor de R\$ 4,60, valor 21% superior ao encontrado em 2005 de R\$ 3,80. Nas empresas analisadas no Novo Mercado é o lucro por ação mais elevado em 2005, 2006 e 2007.

#### 4.2.3.5 Grendene S.A.

A companhia alcançou um aumento de 53% na sua margem líquida em 2006, mas sofreu uma queda de 14% em 2007, a oscilação acumulada foi de 31%. O índice da margem líquida ficou em 11%.

A margem ebitda da Grendene aumentou 20% em 2007 em relação a 2005, chegando ao valor de 18%, o segundo mais baixo do segmento e bem abaixo da média das empresas analisadas.

A rentabilidade do ativo ficou acima da média encontrada em 2007 no segmento. O retorno oscilou positivamente 28% em 2006 e sofreu uma queda de 9% em 2007, ficando com um valor de 9% de retorno no final do ano.

Assim como no retorno do ativo o retorno do patrimônio líquido também variou positivamente em 2006, 38% e negativamente em 2007, 18%. Ao final do período em análise o desempenho do índice tinha aumentado 13%, o que não foi o suficiente para o valor ficar acima da média do ano no segmento de 19%.

O lucro por ação obteve a melhor variação da Grendene em 2006, chegando a 58%, mas caiu 7% em 2007. Ao final da análise o índice cresceu 48%, e ficou com um valor de R\$ 1,26.

A não ser pelo retorno do ativo, os demais índices analisados da empresa ficaram abaixo do valor da média calculada para o segmento.

#### 4.2.3.6 Diagnósticos da América S.A. (Dasa)

Na comparação 2005 x 2007 a Dasa foi a companhia que mostrou o melhor desempenho, exceto pela margem ebitda, que fechou em queda. Mesmo apresentando as melhores variações todos os índices da empresa ficaram abaixo das médias encontradas no Novo Mercado.

A margem líquida sofreu um acréscimo de 32% em 2006 e de 164% em 2007, resultando em uma variação acumulada de 247%. A margem líquida de 2007 ficou em 7%, menor que a metade da média do segmento no ano.

Como citado anteriormente a margem ebitda foi a única que obteve desempenho negativo na comparação 2005 x 2007. O valor da margem caiu 9% em 2006 e subiu apenas 2% em 2007, ao final do ano a margem sobre o lucro operacional foi de 21%.

A rentabilidade do ativo apresentou queda apenas em 2006 no valor de 6% e em 2007 aumentou um total 188%. Comparando 2007 com 2005 os lucros obtidos por unidade monetária de investimento total da empresa aumentaram 171%.

O retorno do patrimônio líquido foi parecido com o do ativo no período, com uma queda de 8% em 2006 e uma oscilação positiva de 217% em 2007. Verifica-se que ao final dos três anos analisados o retorno sobre o capital próprio investido apresentou incrementos de 192%.

A maior variação encontrada nesse segmento foi a do lucro por ação da Dasa. Na comparação 2005 x 2006 a oscilação foi de 52% e na comparação 2006 x 2007 foi de 243%.

Nos três exercícios estudados o valor do potencial lucro pago por ação sofreu um aumento de 421%

#### 4.2.4 Companhias do Mercado Tradicional

A tabela abaixo apresenta os índices financeiros obtidos do Economática das companhias listadas no mercado tradicional da BOVESPA.

Tabela 5 – Índices financeiros das empresas listadas no mercado tradicional da BOVESPA.

2005					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Forja Taurus	5,70	13,40	4,30	7,60	0,19
Ambev	9,70	40,60	4,60	7,80	2,37
Vivo	-12,20	27,30	-6,60	-22,60	-1,37
Inepar	-0,80	8,50	-0,30	-4,40	-0,90
Lojas Americ	6,40	12,00	6,40	59,60	0,26
Sid Nacional	20,00	46,10	8,20	31,00	2,59
<b>Média</b>	<b>4,80</b>	<b>24,65</b>	<b>2,77</b>	<b>13,17</b>	<b>0,52</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>10,76</b>	<b>15,93</b>	<b>5,40</b>	<b>28,71</b>	<b>1,64</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>2,24</b>	<b>0,65</b>	<b>1,95</b>	<b>2,18</b>	<b>3,13</b>
2006					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Forja Taurus	7,40	14,30	6,00	11,70	0,32
Ambev	15,90	44,50	7,90	14,60	4,40
Vivo	0,10	23,70	0,10	0,20	0,01
Inepar	1,50	10,10	0,50	7,50	1,55
Lojas Americ	3,30	12,00	2,90	37,30	0,17
Sid Nacional	12,90	40,00	4,70	19,10	1,51
<b>Média</b>	<b>6,85</b>	<b>24,10</b>	<b>3,68</b>	<b>15,07</b>	<b>1,33</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>6,41</b>	<b>14,88</b>	<b>3,09</b>	<b>12,65</b>	<b>1,65</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>0,94</b>	<b>0,62</b>	<b>0,84</b>	<b>0,84</b>	<b>1,24</b>
2007					
Companhia	Margem Líquida %	Margem Ebitda %	Retorno do Ativo %	Retorno do PL %	Lucro por Ação R\$
Forja Taurus	10,20	20,90	7,40	15,00	0,46
Ambev	14,30	44,20	7,90	16,20	4,58
Vivo	-0,80	24,20	-0,50	-1,20	-0,07
Inepar	2,30	6,20	0,80	12,30	2,89
Lojas Americ	1,80	12,60	2,00	35,60	0,14
Sid Nacional	25,50	41,20	10,80	38,70	3,80
<b>Média</b>	<b>8,88</b>	<b>24,88</b>	<b>4,73</b>	<b>19,43</b>	<b>1,97</b>
<b>Desvio padrão</b>	<b>9,94</b>	<b>15,20</b>	<b>4,57</b>	<b>15,09</b>	<b>2,04</b>
<b>Coefficiente de variação</b>	<b>1,12</b>	<b>0,61</b>	<b>0,96</b>	<b>0,78</b>	<b>1,04</b>

Fonte: Elaborado com dados do Economática.

#### 4.2.4.1 Forjas Taurus S.A.

A margem líquida da companhia apresenta incrementos em todo o período analisado. Em 2006 apresentou variação positiva de 30% e em 2007 de 38%. Na comparação 2005 x 2007 a rentabilidade da companhia aumentou em 79% os lucros obtidos por unidade monetária vendida. O valor da margem da Taurus ficou acima da média do segmento nos três anos.

Em 2006 a margem ebitda aumentou apenas 7% e em 2007 mostrou um aumento maior, de 46%. A margem do lucro operacional da companhia obteve um aumento geral de 56% no período. Ao contrário da margem líquida a margem ebitda ficou abaixo da média do segmento.

A rentabilidade do ativo também apresentou aumentos durante todo o período analisado. O acréscimo geral chegou a 72% do retorno por unidade monetária de investimento total da empresa.

O retorno do capital investido pelos acionistas seguiu a mesma linha de variação do retorno do ativo. A rentabilidade do PL subiu 54% em 2006 e depois subiu 28% em 2007. Na análise 2005 x 2007 totalizou um aumento de 97%, mesmo assim apresentou um valor abaixo da média.

Assim como os demais índices analisados o LPA sofreu incrementos de 67% em 2006 e de 44% em 2007, na comparação 2005 x 2007 a variação foi de 140%. Isso demonstra o grande aumento no montante de dinheiro que cada ação emitida conseguiu gerar no período em questão.

#### 4.2.4.2 Cia. Bebidas das Américas (Ambev)

A margem líquida da empresa apesar da oscilação positiva em 2006, apresentou queda em 2007, mas conseguiu ficar com índice 47% acima de 2005. Apesar da queda em 2007 o valor da margem ficou acima da média do mercado tradicional.

A margem ebitda na análise 2005 x 2007 possuiu um incremento de 9%. Embora os ganhos de 2006 tenham subido em 2007 o lucro operacional da companhia caiu, mas seu

desempenho no período estudado melhorou conforme o incremento da margem citado anteriormente. Em 2007 a Ambev obteve a melhor margem, ebitda do segmento.

Em 2006 a companhia apresentou um incremento de 72% no retorno do ativo e em 2007 o mesmo não oscilou, representando um aumento geral de 72% no retorno.

O retorno sobre o capital investido dos acionistas sofreu incrementos de 87% em 2006 e de apenas 11% em 2007, totalizando um aumento geral de 108% no retorno do patrimônio líquido.

Os valores do lucro por ação apresentaram uma grande variação em 2006, o aumento foi de 86% e em 2007 foi de apenas 4%. O aumento chegou a 93% nos três exercícios. E o valor do lucro por ação ficou em R\$ 4,58, bem acima da média do segmento de R\$ 1,97.

#### 4.2.4.3 Vivo Participações S.A.

A margem líquida da Vivo em 2005 apresentava um valor negativo e em 2006 voltou a ser positivo com o aumento de 101%, mas em 2007 voltou a ser negativo com a queda de 900%, ficando com um valor de menos 1%.

Assim como a margem líquida os outros índices da Vivo, exceto pela margem ebitda, sofreram o mesmo tipo de oscilação. Em 2005 os valores apresentados se encontravam abaixo de zero e se recuperaram em 2006 e voltaram a ser positivos, mas em 2007 voltaram a patamares negativos novamente, mas mesmo assim ficaram com valores superiores com os encontrados em 2005.

A margem ebitda variou 13% negativamente em 2006 e obteve uma pequena recuperação em 2007 de 2%, que não foi o suficiente para tornar melhorar a variação do índice quando comparado 2005 x 2007, que ficou com uma variação negativa de 11%.

#### 4.2.4.4 Inepar S.A. Indústria e Construções

A margem líquida da Inepar também começou com valores negativos em 2005 e em 2006 variou 288% e tornou-se positiva. Em 2007 o índice subiu mais 53%. Verifica-se que a

companhia aumentou seus lucros por cada unidade monetária vendida em 388% no período estudado.

Em relação à margem ebitda da companhia o valor de 2007 ficou 27% abaixo do encontrado em 2005. A Inepar obteve um aumento na margem de 19% em 2006, mas sofreu uma acentuada queda de 39% em 2007.

O desempenho do retorno do ativo foi bem parecido com o da margem líquida. Em 2005 apresentava valores negativos, obteve uma recuperação de 267% em 2006 e voltou a ser positivo e em 2007 subiu mais 60%, fechando a análise dos três exercícios com uma variação positiva de 367%.

O retorno sobre o patrimônio líquido e o lucro por ação sofreram as mesmas variações que o retorno do ativo. Eram negativos em 2005, se recuperaram em 2006 e subiram mais em 2007. Na comparação 2005 x 2007 o retorno do PL variou 380%, enquanto o lucro por ação variou 423%.

#### 4.2.4.5 Lojas Americanas S.A.

À exceção da margem ebitda todos os outros índices das Lojas Americanas sofreram variações negativas durante todo o período analisado. A margem líquida sofreu uma queda total de 72%. A queda do retorno do ativo foi de 69%, enquanto a do retorno do patrimônio líquido foi de 40%. O lucro por ação também diminuiu em 46%.

A margem ebitda como dito anteriormente não sofreu variação negativa. Em 2006 a margem não variou e em 2007 oscilou apenas 5% positivamente.

O desempenho dos índices das Lojas Americanas foi o pior do mercado tradicional.

#### 4.2.4.6 Cia. Siderúrgica Nacional

Em 2006 todos os índices da Siderúrgica Nacional obtiveram variações negativas, mas todos em 2007 variaram positivamente, o único que não recuperou a queda foi a margem ebitda, que caiu 13% em 2006 e subiu apenas 3% em 2007.

Após a queda de 36% da margem líquida em 2006, esta subiu 98% em 2007, fechando a análise com variação total de 28%.

O retorno do ativo caiu 43% em 2006 e recuperou-se em 2007 com uma variação de 130%. Na comparação 2005 x 2007 o índice variou 32%.

O retorno do patrimônio líquido variou positivamente 25% durante os três exercícios, após a queda de 38% em 2006 e o aumento de 103% em 2007.

Em 2006 a queda do lucro por ação foi de 42% e em 2007 o lucro subiu 151%, ao final da análise a variação acumulada ficou em 47%.

Apesar das variações negativas a Siderúrgica Nacional foi a única empresa do mercado tradicional a ter todos os seus índices acima da média em todos os anos. As variações negativas da companhia estão de acordo com a variação da Usiminas como citado anteriormente.

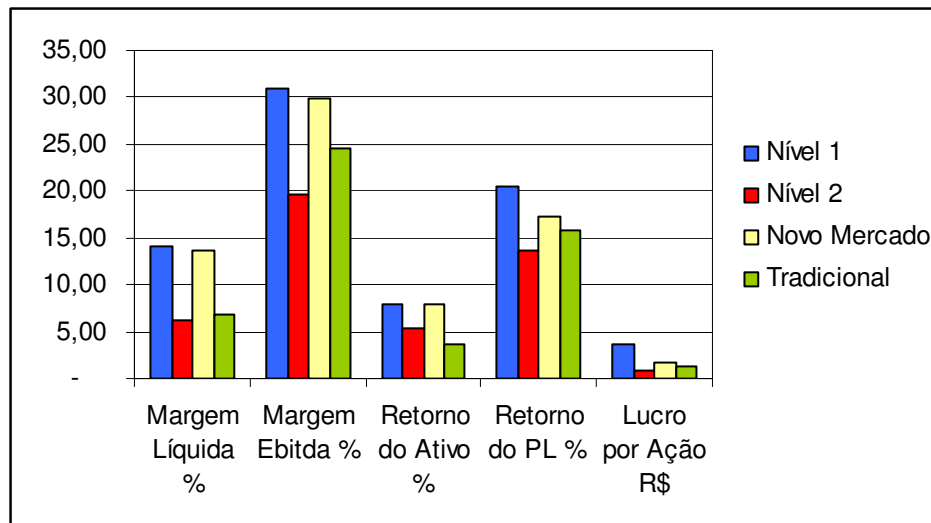
Após a análise dos índices financeiros foi calculado a média para os três anos de cada segmento de listagem conforme tabela abaixo:

**Tabela 6 – Média dos índices financeiros do período por segmento da BOVESPA.**

<b>Média do Período</b>					
<b>Segmento</b>	<b>Margem Líquida %</b>	<b>Margem Ebitda %</b>	<b>Retorno do Ativo %</b>	<b>Retorno do PL %</b>	<b>Lucro por Ação R\$</b>
Nível 1	14,11	30,96	7,82	20,39	3,73
Nível 2	6,23	19,60	5,23	13,63	0,83
Novo Mercado	13,71	29,89	7,92	17,35	1,62
Tradicional	6,84	24,54	3,73	15,89	1,27

Fonte: Elaborado com dados do Economática

Para uma melhor visualização das informações do quadro acima foi construído um gráfico para melhor comparar os segmentos. Segue abaixo o gráfico:



**Gráfico 4 – Média dos índices financeiros do período por segmento da BOVESPA.**  
 Fonte: Elaborado com dados do Economática.

Com o uso do gráfico fica mais aparente como se portaram os índices de cada segmento da BOVESPA.

O Nível 1 apresenta o melhor desempenho em todos os índices analisados exceto no retorno do ativo, mas é por um valor muito próximo a zero. O pior desempenho foi do Nível 2, ele obteve quatro valores mais baixos entre cinco dos índices estudados. O Novo Mercado demonstrou o segundo melhor desempenho em quatro índices, o único em que apresentou o melhor resultado foi o retorno do ativo, mas por uma margem insignificante. E o mercado tradicional apresentou o segundo pior desempenho em quatro índices, a não ser no retorno do ativo em que obteve a pior marca.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste trabalho foi verificar o desempenho de uma amostra de empresas selecionadas que adotam práticas de governança corporativa e estão listadas nos níveis de governança corporativa da BOVESPA e comparar o desempenho destas com o desempenho da amostra das empresas listadas no mercado tradicional da BOVESPA e com o Ibovespa. Foram utilizados índices de rentabilidade e de valor de mercado e as médias anuais das cotações diárias das empresas selecionadas de cada segmento para melhor avaliar cada segmento de listagem.

Junto com os índices financeiros foram considerados os retornos médios calculados para as ações das empresas selecionadas e para o Ibovespa.

No estudo, o Ibovespa apresentou a variação mais equilibrada, por ter sua carteira composta pelas ações mais negociadas de diversas empresas que encontram-se em diferentes segmentos de listagem. Aqui o índice serve apenas para fins comparativos com as amostras. Procurou-se verificar se as ações das amostras dos diferentes segmentos de governança corporativa se comportam de acordo com o comportamento geral das ações que compõem o índice.

Verificou-se, através dos retornos médios, que o Novo Mercado, que está no nível máximo de governança corporativa da BOVESPA, é o único segmento que apresenta queda de desempenho nos anos subsequentes ao início do estudo, 2006 e 2007. Em contrapartida apresenta queda também no desvio padrão médio dos retornos, mas é o único segmento que apresenta aumento no coeficiente de variação podendo ser interpretado como um aumento no risco das empresas da amostra para o investidor, considerando os índices estudados. Entretanto, quando verificado os índices financeiros é o segmento que tem o segundo melhor desempenho nos índices, exceto no retorno do ativo onde possui o melhor desempenho.

O Nível 2 apresenta um aumento no retorno médio das ações nos períodos analisados e no desvio padrão e uma pequena diminuição no coeficiente de variação, que pode ser interpretado como um aumento na rentabilidade do investidor e também uma diminuição no risco para o mesmo. Na análise financeira o segmento apresentou os valores mais baixos dos índices verificados, à exceção do retorno do ativo em que o valor mais baixo foi do mercado tradicional e o Nível 2 ficou com o segundo valor mais baixo.

Os valores do Nível 1 ficaram entre os valores do Nível 2 e do Novo Mercado na análise dos retornos médios e no desvio padrão. Seu coeficiente de variação e desvio padrão

médios diminuíram e a média do retorno médio aumentou. Na análise financeira demonstrou o melhor desempenho médio em quatro dos cinco índices estudados, o único índice em que não possui o melhor resultado é no retorno do ativo, em que o melhor valor é do Novo Mercado, mas por um valor insignificante.

O mercado tradicional da BOVESPA obteve o maior aumento no retorno médio das ações e um pequeno aumento em seu desvio padrão, o menor entre os segmentos que aumentaram, ficando apenas abaixo do Nível 2. O coeficiente de variação foi o que mais diminuiu e ficou com o menor valor em todo o estudo. Nos índices financeiros apresentou a segunda pior média nos índices, menos no retorno do ativo em que foi o mais baixo.

Em relação ao Ibovespa apenas o Novo Mercado apresentou comportamento oposto ao do índice como pode ser verificado através dos gráficos 1, 2 e 3 apresentados no trabalho e o Nível 1 foi o que obteve o comportamento mais parecido entre os níveis de governança corporativa

Utilizando apenas a análise estatística dos retornos médios percebe-se uma redução dos riscos nos segmentos de governança corporativa e um aumento no retorno, mas quando se compara esses resultados aos resultados encontrados no segmento tradicional percebe-se que o risco não diminuiu tanto e nem seu retorno aumentou tanto quanto o esperado para companhias que dizem adotar práticas de governança corporativa, já que a amostra do mercado tradicional apresentou um maior aumento no retorno médio das ações e maior diminuição do risco.

Na análise financeira a amostra com empresas listadas nos níveis de governança apresentou melhores índices que a amostra de empresas que não estão listadas nesses índices de governança.

Verificando todos os dados do estudo, verifica-se que a adoção de práticas de governança corporativa não colaborou consideravelmente para a diminuição do risco e aumento da rentabilidade percebido pelo investidor, considerando apenas a amostra estudada. As companhias das amostras que adotam essas práticas apresentaram melhora no seu desempenho geral, mas não foi uma melhora muito significativa e sim mais uma tendência no mercado, como pode ser verificado através do Ibovespa. Quando analisado a amostra do mercado tradicional, percebe-se que a melhora no desempenho das amostras dos níveis de governança foi bem menos expressiva. O mercado tradicional não apresenta os melhores índices financeiros, mas seus valores são bem equilibrados, sem valores muito baixos e nem muito altos. Em compensação houve uma enorme melhora no desempenho do retorno médio, conforme visto no gráfico 1, e uma grande diminuição do risco verificado através do

coeficiente de variação, demonstrado no gráfico 3. Desempenho esse que não pode ser percebido nas empresas listadas nos níveis de governança.

Não significa que as empresas que estão nos níveis de governança corporativa apresentam menos risco para o investimento. Pode ocorrer, por exemplo, que empresas no nível máximo de governança, o Novo Mercado, atuem em setores de altíssimo risco, mas o o investidor sabe disso e o retorno estará, de certa forma, ajustado a esse risco do negócio. Como dito anteriormente, a governança oferece uma menor probabilidade de o acionista ser expropriado por atos oportunistas dos controladores e dirigentes, porque têm uma administração mais transparente. E isso pode se mostrar na formação dos preços dos papéis, que vão apresentar a exigência de um prêmio de risco pelo risco dos fluxos de caixa, pelo risco do negócio, mas não vão exigir um prêmio de risco de expropriação, como pode ser verificado com os retornos e riscos do mercado tradicional (informação verbal<sup>7</sup>).

É claro que o objetivo deste trabalho não é apontar qual a melhor empresa para se investir, ou que segmento da BOVESPA é o mais indicado para as empresas listarem suas ações, mas sim verificar se a adoção das práticas de governança corporativa impacta na rentabilidade e valorização das empresas utilizadas nesse estudo. Esse conjunto de resultados pode ajudar na tomada de decisão, por exemplo, em como compor uma carteira de investimentos, pela sua facilidade na obtenção de informações e na sua interpretação. Os resultados obtidos nesse estudo podem ser corroborados ou contestados em outros trabalhos, fornecendo assim outras ferramentas para o estudo no desempenho de empresas que adotem práticas de governança corporativa.

Como sugestão para outras análises desse tipo de estudo, pode-se citar:

- O estudo do custo da dívida das companhias listadas na BOVESPA;
- A análise da estrutura e do endividamento das companhias;
- E o estudo da atividade das empresas.

---

<sup>7</sup> LAMB, Roberto. Porto Alegre, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, junho de 2006.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: Um enfoque econômico-financeiro**. São Paulo: Atlas, 1987.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **BOVESPA**. Disponível em: <http://www.bovespa.br/Principal.asp> > acessado em junho de 2008.

\_\_\_\_\_. **BOVESPA MAIS – Mercado de Ações para o Ingresso de S.As**, maio, 2005. Disponível em: [http://www.acionista.com.br/bovespa/160505\\_bovespamais.htm](http://www.acionista.com.br/bovespa/160505_bovespamais.htm) > acessado em novembro de 2007.

BRAGA, H. R. **Análise das demonstrações financeiras – Uma iniciação**. São Paulo: Atlas, 1982.

CAMPOS, E. Mercados: IPO da BOVESPA Holding centra atenções na sexta-feira. **Valor Online**. São Paulo, outubro, 2007. disponível em <http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2007/10/26/ult1913u77855.jhtm> > acessado em novembro de 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº. 01/2005**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp> > acessado em junho de 2008.

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**, Rio de Janeiro, p. 1 -12, junho, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc> > acessado em junho de 2008.

DOWNING, D.; CLARK, J. **Estatística aplicada**. São Paulo: Saraiva, 2000.

FREUND, J. E. **Economia, administração e contabilidade – Estatística aplicada**. São Paulo: Bookman, 2006.

GARCIA, F. A. **Governança corporativa**. 2005. 41 f. Monografia – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2005.

GUIA DA SIDERURGIA. **IBS – Crescimento econômico e competitividade: metas prioritárias da siderurgia para 2007**, São Paulo, fevereiro, 2007. Disponível em <http://www.guiadasiderurgia.com.br/revistas/guia-siderurgia/2007/panoramas-setoriais/ibs--crescimento-economico-e-competitividade-metas-prioritarias-da-siderurgia-para-2007> > acessado em maio de 2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo, 2005.

\_\_\_\_\_. **Origem da boa governança**. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18> > acessado em novembro de 2007.

MARQUES, J. A. V. C. **Análise financeira das empresas – Liquidez, retorno e criação de valor**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2004.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços – Abordagem básica e gerencial**. São Paulo: Atlas, 1998.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio do curso de administração**. São Paulo: Atlas, 1996.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, R. W. **Administração Financeira – Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

SILVA, A. L. C. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: Melhores práticas para aumentar o valor da firma**. São Paulo: Saraiva, 2006.

ZINGALES, L. **Corporate Governance. The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law**. New York, 1998.