

**UNIVERSIDADE MUNICIPAL DE SÃO CAETANO DO SUL - USCS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**  
**MESTRADO**

ANTONIO LIMA ORTEGA

**Governança Corporativa nas Empresas Calçadistas**  
**Listadas na BM&FBOVESPA e os Reflexos na Cotação**  
**das Ações e Indicadores Financeiros**

São Caetano do Sul

2013

**UNIVERSIDADE MUNICIPAL DE SÃO CAETANO DO SUL - USCS**  
**PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**  
**MESTRADO**

ANTONIO LIMA ORTEGA

**Governança Corporativa nas Empresas Calçadistas**  
**Listadas na BM&FBOVESPA e os Reflexos na Cotação**  
**das Ações e Indicadores Financeiros**

Dissertação de mestrado apresentada como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, no Programa de Pós-Graduação em Administração - Mestrado da Universidade Municipal de São Caetano do Sul.

Área de concentração: Gestão e Inovação Organizacional

Orientador: Prof. Dr. Laércio  
Baptista da Silva

São Caetano do Sul

2013

**Reitor:**

Prof. Dr. Marcos Sidnei Bassi\_\_\_\_\_

**Pró-Reitor de Pós-graduação e Pesquisa:**Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Maria do Carmo Romero\_\_\_\_\_**Coordenador do Programa de Mestrado em Administração:**Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Raquel da Silva Pereira\_\_\_\_\_**FICHA CATALOGRÁFICA**

Ortega, Antonio Lima

Governança Corporativa nas Empresas Calçadistas Listadas na BM&FBovespa e os Reflexos na Cotação das Ações e Indicadores Financeiros / Antonio Lima Ortega. São Caetano do Sul: USCS / Universidade Municipal de São Caetano do Sul, 2013.

88 p.

Orientador: Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva

Dissertação (Mestrado) - USCS, Universidade Municipal de São Caetano do Sul, Programa de Mestrado em Administração, 2013.

1. Gestão e Inovação Organizacional. Dissertação. I. Silva, Laércio Baptista da. II. Universidade Municipal de São Caetano do Sul, Programa de Mestrado em Administração. III. Título.

ANTONIO LIMA ORTEGA

**Governança Corporativa nas Empresas Calçadistas  
Listadas na BM&FBOVESPA e os Reflexos na Cotação  
das Ações e Indicadores Financeiros**

Dissertação de mestrado apresentada como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, no Programa de Pós-Graduação em Administração - Mestrado da Universidade Municipal de São Caetano do Sul.

Área de concentração: Gestão e Inovação Organizacional

Data da Defesa: 08 de Agosto de 2013

Resultado: \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva

---

Prof. Dr. Fábio Claro Coimbra

---

Prof. Dr. Marcos Antonio Gaspar

Esse trabalho é dedicado aos meus pais, Antonio e Maria e a existência de minha família, Nivia, Nayara e Lucca, sem eles este projeto não faria sentido.

.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha esposa, Nivia, e meus filhos, Nayara e Lucca, pela compreensão dos momentos de ausência devido ao grande investimento neste projeto.

Aos meus pais, Antonio e Maria, por sempre acreditarem em mim.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Laércio Baptista da Silva, pela paciência, generosidade e principalmente compreensão de minhas limitações.

Aos meus amigos e a eles permito-me parafrasear Vinícius de Moraes: “A gente não faz amigos, reconhece-os”.

## RESUMO

O objetivo geral, nesta pesquisa, foi analisar o comportamento dos indicadores de rentabilidade e o crescimento do valor de mercado nas empresas do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2004 a 2011. Sendo assim, considerou-se a seguinte hipótese: A relação entre as variáveis de desempenho financeiro e ou valor de mercado das empresas utilizadas na amostra foi significativamente positiva com as variáveis de Governança corporativa. Igualmente, empresas com melhor estrutura de Governança corporativa apresentaram melhor desempenho financeiro e maior valor de mercado. As empresas analisadas foram: Cambuci S/A, Grendene S/A, São Paulo Alpargatas S/A, Vulcabrás/Azaléia S/A. A primeira fase da pesquisa teve como foco abordar as temáticas: conceitos de Governança corporativa, abordando seus aspectos relevantes, princípios, modelos e mecanismos; assim como a Governança corporativa apresentada no Brasil e suas características fundamentais. A investigação ainda discorreu sobre o mercado de capitais brasileiro e os níveis de Governança corporativa apresentados com a inserção do Novo Mercado a partir de 2000. Na segunda fase da pesquisa as informações de volume de liquidez das ações, índice Ibovespa, valor de mercado e índice de Governança corporativa (IGC) foram extraídos dos relatórios da BM&FBOVESPA. As variáveis de índices de liquidez, bem como os índices de lucratividade, foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados divulgados. Assim como, as variáveis de ROI (retorno sobre investimento) e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais. Como resultado, no universo pesquisado, não houve uma homogeneidade de dados que justificassem efetivamente a comprovação de que, as melhores práticas de Governança corporativa refletiram no desempenho financeiro e ou no valor das empresas analisadas.

**Palavras chave:** Governança corporativa, desempenho financeiro, nível diferenciado de Governança corporativa, setor calçadista.

## ABSTRACT

The main overall in this research was to analyze the behavior of the indicators of profitability and growth of the market value of the companies in the footwear sector, listed on the BM&FBOVESPA, in the period of 2004 to 2011. Thus, it was considered the following hypothesis: The relationship between the variables of financial performance or market value of the companies used in the sample was significantly positive with the variables of corporate governance. Also, companies with better corporate governance structure had better financial performance and higher market value. Companies analyzed were Cambuci S / A, Grendene S / A, São Paulo Alpargatas S / A, Vulcabras / Azalea S / A. The first phase of the research focused on addressing the themes: concepts of Corporate governance, addressing relevant aspects, principles, models and mechanisms, as well as the Corporate Governance presented in Brazil and its fundamental characteristics. The research also discussed the Brazilian capital markets and levels of Corporate Governance presented with the inclusion of the New Market since 2000. In the second phase of the research the information of volume of liquidity of the shares, Bovespa index, market value, and Corporate Governance Index (CGI) were extracted from the reports of the BM&FBOVESPA. The variables of liquidity index, as well as the profitability ratios were calculated from data of balance sheets and income statements disclosed. As the variables of ROI (return on investment) and ROE (return on equity) were calculated from data from balance sheets. As a result, the group studied, there was no uniformity of data justifying effectively, proving that the best corporate governance practices reflected in the financial performance or the value of the companies studied.

**Keywords:** Corporate governance, financial performance, differentiated level of Corporate Governance, the footwear sector



## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 - Número de empresa calçadistas e empregados .....</b>	<b>39</b>
<b>Tabela 2 - Participação do setor calçadista por estado em exportações .....</b>	<b>39</b>
<b>Tabela 3 - Dados brutos e calculados Cambuci S/A 2004 a 2011.....</b>	<b>58</b>
<b>Tabela 4 - Dados brutos e calculados Grendene S/A 2004 a 2011 .....</b>	<b>59</b>
<b>Tabela 5 - Dados brutos e calculados São Paulo Alpargatas S/A 2004 a 2011 .....</b>	<b>60</b>
<b>Tabela 6 - Dados brutos e calculados Vulcabrás/Azaléia S/A 2004 a 2011 .....</b>	<b>62</b>
<b>Tabela 7 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índices de Liquidez .....</b>	<b>65</b>
<b>Tabela 8 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índices de lucratividade e rentabilidade.....</b>	<b>67</b>
<b>Tabela 9 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Valor de liquidez das ações e valor de mercado.....</b>	<b>69</b>
<b>Tabela 10 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índice de Governança corporativa IGC.....</b>	<b>70</b>
<b>Tabela 11 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índice Ibovespa .....</b>	<b>70</b>
<b>Tabela 12 – Consolidação dos Indicadores das empresas analisadas período de 2004 a 2011 .....</b>	<b>71</b>

# SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	11
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....	15
2.1 Governança corporativa.....	15
2.1.1 Conceitos de governança corporativa.....	15
2.1.2 Teoria da agência .....	18
2.1.2.1 Conflitos de agência .....	19
2.1.3 Modelos de governança corporativa .....	20
2.1.4 Princípios da governança corporativa.....	24
2.1.5 Mecanismos da governança corporativa .....	27
2.1.6 Governança corporativa no Brasil.....	30
2.2 Mercado de ações no Brasil .....	31
2.2.1 A BM&FBovespa e os níveis de governança corporativa.....	34
2.2.2 O setor calçadista e as empresas analisadas.....	38
2.3 Indicadores financeiros .....	41
2.3.1 Índices de rentabilidade.....	43
2.3.2 Retorno do patrimônio líquido .....	44
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	47
3.1 Análise de dados .....	49
Cambuci S/A .....	49
GRENDENE S/A .....	52
São Paulo Alpargatas S/A .....	53
Vulcabrás/Azaléia S/A .....	54
3.1.1 Apresentação dos resultados da segunda fase: Dados secundários.....	55
3.1.2 Forma de análise de dados.....	57
3.1.3 Dados dos demonstrativos contábeis e calculados .....	58

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	64
5. CONCLUSÃO .....	72
5.1 CRÍTICAS AO MODELO E SUGESTÕES FUTURAS.....	79
6. REFERÊNCIAS.....	80

# 1. INTRODUÇÃO

A Governança corporativa vem assumindo um relevante papel no mercado corporativo, com destaque para as empresas de capital aberto, papel esse que, supostamente, se traduz no aumento da confiança dos investidores ao tomarem a decisão de investirem nas empresas listadas na BM&F BOVESPA. Essa confiança está relacionada às boas práticas dos diversos códigos de Governança elaborados. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) são órgãos de destaque na elaboração e manutenção desses códigos. Assim, a Governança corporativa torna-se um sistema de práticas e decisões imbuídas no sentido de controle do desempenho e direção estratégica das empresas. Sendo seus aspectos próprios a busca na redução de riscos internos e externos, o gerenciamento de interesses dos agentes envolvidos, a redução da volatilidade financeira, consecutivamente conquistando a confiança de todos os interessados no processo de criação de valores (CVM, 2002).

A Governança corporativa utiliza os principais conceitos relacionados à Contabilidade, tais como: transparência (*disclosure*), equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa para explicar a solução dos conflitos existentes entre os interesses dos *stakeholders* (MALACRINA; YAMAMOTO, 2006).

Os mecanismos internos de gestão na redução de riscos podem ser definidos como: a atuação do Conselho Administrativo, a posse de ações por parte dos executivos e a remuneração dos gestores. Como mecanismos externos nesse quesito ressaltam-se: informações periódicas sobre o desempenho da empresa aos interessados, a constatação de um mercado de aquisição agressivo e a real existência de um mercado corporativo competitivo (OLIVEIRA, 2006).

A hipótese de que as empresas que têm uma estrutura mais adequada às práticas de Governança corporativa, recomendada pelos agentes de mercado, afeta positivamente o valor das empresas é o tema básico de discussão neste trabalho. Este estudo tem como tema principal a Governança corporativa, tema esse relacionado às áreas de conhecimento de finanças,

contabilidade, economia, administração e direito. Associado ao tema está a investigação na busca da relação do desempenho financeiro das empresas do ramo calçadista e a boa prática da Governança corporativa, estabelecidas pela BM&FBOVESPA por meio dos níveis de adesão das empresas a serem listados: Nível1 de Governança corporativa (N1), Nível 2 de Governança corporativa (N2) e Novo Mercado (NM).

Neste contexto o objetivo principal do estudo é contribuir para essa hipótese. Para isso foram analisadas as companhias de capital aberto do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2004 a 2011, comparados os níveis de Governança corporativa entre elas e as informações contábeis e financeiras apresentadas neste período. Após essa comparação foi feito um estudo dos indicadores financeiros, nos relatórios contábeis apresentados por essas empresas, na tentativa de corroborar a hipótese. Vale salientar que, no ambiente acadêmico pesquisado, não foram encontrados estudos efetuados nesse ramo específico de atuação.

O tema desta pesquisa delimita-se por um estudo comparativo entre as empresas do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA, entre o ano de 2004 a 2011, e o desempenho delas em termos de rentabilidade e valor de mercado neste mesmo período, associadas ao nível de Governança corporativa.

Dessa forma essa análise respondeu o seguinte problema de pesquisa que vem contrabalancear a hipótese proposta com a seguinte pergunta: Será que as boas práticas de Governança corporativa realmente refletem na cotação das ações e nos indicadores financeiros das empresas?

Para tratar dessa questão este trabalho investigou as empresas do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA entre o período de 2004 a 2011. As empresas estudadas foram: Cambuci S/A, Grendene S/A, São Paulo Alpargatas S/A e Vulcabras/ Azaléia S/A.

As variáveis estudadas foram: volume de liquidez das ações, índice Ibovespa, valor de mercado, e índice de Governança corporativa (IGC), estes extraídos das informações disponibilizadas pelos relatórios da BM&FBOVESPA.

As variáveis de índices de liquidez, a saber, liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata, bem como os índices de lucratividade, a saber,

margem bruta e margem operacional líquida foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados divulgados.

Assim como, as variáveis de ROI (retorno sobre investimento) e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais. Todas tiveram o objetivo de corroborar a questão de pesquisa aqui levantada.

Desta maneira, a hipótese para esse estudo, que será investigado ao longo do trabalho é a seguinte:

Hipótese: A relação entre as variáveis de desempenho financeiro e ou valor de mercado das empresas utilizadas na amostra são significativamente positivas com a variável de Governança corporativa. Igualmente, empresas com melhor estrutura de Governança corporativa apresentam melhor desempenho financeiro e maior valor de mercado.

O objetivo geral, nesta pesquisa, foi analisar o comportamento dos indicadores de rentabilidade e o crescimento do valor de mercado nas empresas do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2004 a 2011.

Os objetivos específicos foram:

- Contextualizar os conceitos de Governança corporativa, bem como sua relação com os custos e conflitos de agência;
- Descrever os modelos de Governança corporativa;
- Apresentar os princípios e mecanismos de Governança corporativa de maneira geral e no Brasil;
- Relacionar a Governança corporativa com os índices financeiros e comportamento das ações do mercado calçadista, em empresas listadas na BM&FBOVESPA.

O tema Governança corporativa e os estudos realizados sobre o mesmo em países mais desenvolvidos economicamente é uma discussão iniciada anteriormente à ocorrida em território nacional. No Brasil alguns artigos relevantes foram publicados, porém não há vestígios de estudos específicos no ramo calçadista. Logo, a investigação realizada neste trabalho acadêmico tem as seguintes justificativas específicas:

- Carência de trabalhos nos anais nacionais principalmente em relação à área contábil e financeira, com abordagem no desempenho econômico das empresas no ramo calçadista;
- O ramo calçadista foi um mercado em expansão e atualmente vive uma recessão. Desta forma, a pesquisa justifica-se para uma possível contribuição em estudos futuros no detalhamento desta problemática.

De forma geral, as discussões em torno da Governança corporativa se justificam pela hipótese de sua real importância para o desempenho e a criação de valor nas organizações. Sendo esse o questionamento central desta pesquisa, ela se justifica na busca em contribuir para o campo de administração de empresas em âmbito nacional. Em uma visão macro, a Governança corporativa não contempla somente o crescimento marginal em economias com mercados de capitais refinados, mas pode servir como um forte estímulo para mudanças profundas nas instituições que adotarem suas práticas. Essa adoção pode ser uma variável direta no crescimento das companhias nacionais e, consecutivamente, no desenvolvimento do mercado de capitais.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Governança corporativa**

Este capítulo tem o objetivo de explanar sobre Governança corporativa. Para tanto o mesmo está estruturado da seguinte forma: conceitos e definições de Governança corporativa, teoria da agência, modelos de Governança corporativa, princípios de Governança corporativa, mecanismos de Governança corporativa, Governança corporativa no Mercado de Ações Brasileiro. Desta forma, a busca foi de auferir relevantes conceitos do assunto em evidência encorpando assim a hipótese do estudo.

#### **2.1.1 Conceitos de governança corporativa**

Para o Instituto Brasileiro de Governança corporativa – IBGC (IBGC, 2009) a Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.

Ainda, Shleifer e Vishny (1997), definem a Governança corporativa como o conjunto de mecanismo pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento.

De acordo com Lopes (2001), a Contabilidade tem seu papel, notoriamente reconhecido, desde os iniciais estudos de Governança corporativa, sendo de fundamental importância tanto para o estabelecimento de critérios nos contratos entre os agentes quanto para o papel de redutora da assimetria informacional.

Acrescentando, os autores citados afirmam que a Governança corporativa pode ser referenciada como a forma que as corporações utilizam para estabelecer o equilíbrio entre os executivos e os proprietários, na tentativa de minimizar o conflito de interesses, o que pode levar à destruição valor.

Em tempo, Carvalho (2002) comenta que a Governança corporativa pode ser detalhada como os mecanismos ou princípios que governam o



processo decisório dentro de uma organização, com o intuito de amearhar os problemas de agência.

Corroborando com as definições conceituais apresentadas, Governança corporativa pode ser tratada como: mecanismos institucionais que orientam gestores e acionistas no sentido de garantir o melhor desempenho empresarial, visando à criação de valores com transparência, ética e sustentabilidade, assegurando o retorno a todos os envolvidos neste processo.

Segundo Jensen (2001), Governança corporativa é uma estrutura de controle de alto nível, formado pelos direitos de decisão de Conselho Administrativo e do diretor executivo, do tamanho e composição do Conselho Administrativo, dos procedimentos para alterar os direitos de decisão e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros.

O alvo da Governança corporativa é incrementar o valor de mercado, apoiando-se em um conjunto de regras, procedimentos e atividades estabelecidos pelos acionistas para a gestão superior da empresa.

De acordo com Rodrigues e Mendes (2004, p. 122), “empresas com elevados padrões técnicos e éticos de Governança corporativa valem mais do que aquelas que não se preocupam com esse aspecto fundamental para sua gestão”.

Ainda é possível afirmar que Governança corporativa pode ser definida como o conjunto de mecanismos que propõem a fazer com que as decisões corporativas sejam tomadas com a finalidade de perenizar a organização (SILVEIRA, 2005).

A Governança corporativa, tendo as características de um manual ético com princípios e práticas fundidos aos modernos modelos de gestão empresarial, tem chamado a atenção de diferentes partes interessadas em seu processo, como: acionistas, diretoria executiva, conselho de administração, auditorias independentes, conselho fiscal, empregados, clientes, fornecedores, agências reguladoras, órgãos normativos do mercado de capitais e, de uma forma geral, o interesse público (RODRIGUES; MENDES, 2004).

Na visão dos mesmos autores (2004) em função dessa gama de interessados, evidencia-se que a Governança corporativa, de uma forma mais restrita, responde aos proveitos de acionistas e dos agentes diretamente envolvidos nas operações corporativas. Amplamente falando ela pode abranger

um maior conjunto de relações corporativas de negócios, alcançando todos os agentes direta ou indiretamente envolvidos em suas ações.

A OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) desenvolveu um conceito mais abrangente sobre o assunto Governança corporativa compreendendo a estrutura de relacionamento e correspondentes responsabilidades entre um grupo central formado pelos acionistas, membros do conselho de administração, e gestores designados para melhor promover o desempenho competitivo necessário para atingir os objetivos principais da corporação.

Ainda Shleifer e Vishny (1997), de uma forma mais ácida, definem que a Governança corporativa lida com as formas pelas quais os que financiam as corporações asseguram-se que vão obter um retorno sobre o seu investimento. Como os financiadores fazem os executivos lhes pagarem parte dos lucros? De que forma eles se asseguram para que os executivos não roubem o capital que eles fornecem ou o invistam em maus projetos? Como os financiadores controlam os executivos?

Contribuindo com o conceito acima a CVM – Comissão de Valores Mobiliários define que Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como os investidores e credores, facilitando o acesso ao capital (CMV, 2002).

Essa definição demonstra a preocupação da autarquia com o desenvolvimento do mercado de capitais. Governança corporativa representa valor, contudo, não pode criá-lo por si só, sendo necessário estar em conjunto com um negócio rentável e bem administrado. Essa união proporcionará benefícios a todos os agentes envolvidos (CMV, 2002).

A relação entre Governança corporativa e poder é próxima, mas o seu objetivo não é obtê-lo e sim utilizá-lo para que as decisões sejam eficazes. A reforma dos relacionamentos de poder não resultará em empresas com menos apuros, fruto de decisões impensadas. Há de ser necessário um sistema no qual a diretoria e o conselho administrativo, com regularidade e em conjunto, contribuam no processo decisório em busca dos melhores interesses acionários (CMV, 2002).

Nesse sentido o tema Governança corporativa originou-se com os chamados problemas de agência que surgiram com a diluição do poder das empresas, ou seja, a separação entre propriedade e controle entre acionistas e gestores, que motivou a necessidade de novos mecanismos de monitoramento e controle, que serão abordados no próximo item.

### **2.1.2 Teoria da agência**

Historicamente, as empresas sempre foram geridas por seus proprietários, fundadores ou descendentes, porém com o crescimento da economia, e consecutivamente, das empresas, o advento de separação entre propriedade e controle foi inevitável. Com o passar do tempo, os acionistas viam-se distantes do controle da organização e necessitava assegurar, de alguma forma, que as decisões dos gestores (controladores) estavam alinhadas com seus interesses, o que deu origem ao estudo da “Teoria da agência” (MONKS, 1998).

Monks (1998) afirma que:

as questões centrais da Governança corporativa já haviam sido percebidas, há duzentos anos, por Adam Smith. Ele soou o alarme das ameaças do tamanho, do poder e da liberdade ilimitada das empresas, que se externalizam na forma de riscos estendidos à sociedade como um todo. Hoje, contra elas se opõem forças internas e externas de controle. Cada uma delas, isoladamente, parece uma panacéia. Mas, tomadas em conjunto e lideradas por agentes independentes, informados, motivados e com poder, transformam-se em soluções. Os propósitos que movem essas forças são as bases das corporações do novo milênio (MONKS, 1998, p. 198).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência da seguinte forma:

Definimos uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em nome do principal, envolvendo a delegação de algum poder de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os melhores interesses do principal. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

Entretanto, as questões corporativas geram conflitos de interesse, e em consequência, ocasionam riscos que, se não forem devidamente gerenciados, impedem o cumprimento das metas, reduzindo assim o valor da empresa e colocando em risco sua sobrevivência.

Nesse sentido Rozo (2003) explica:

A teoria da agência trata de problemas resultantes dos conflitos de interesses que emergem numa relação de contrato, formal ou informal, quando as partes contratantes possuem informação assimétrica ou há presença de interesse. O principal objetivo dessa teoria é explicar como as partes contratantes efetuam seus contratos de forma a minimizar os custos associados aos problemas de informação assimétrica e incerteza. A teoria da agência também ressalta a existência do mercado e de mecanismos institucionais capazes de completar os contratos para reduzir aqueles problemas (ROZO, 2003, p.23).

Em direção à realidade das empresas brasileiras, a discussão sobre os conflitos de agência está relacionada principalmente a acionistas controladores e acionistas não controladores ou minoritários. Silveira (2005) contribui para essa hipótese quando diz:

A alta concentração da propriedade (posse das ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionista e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada (SILVEIRA, 2005, p. 56).

A base da fundamentação de Governança corporativa está refletida no entendimento da teoria da agência, sendo esse o ponto de partida para que as organizações possam desenvolver melhor estrutura de Governança corporativa. Nesse sentido surgem os conflitos de agência que serão abordados na próxima seção.

### **2.1.2.1 Conflitos de agência**

Na teoria econômica tradicional, a Governança corporativa foi desenvolvida para sanar o denominado “conflito de agência”, existente quando da separação entre a propriedade e a gestão empresarial, salientado no início desta seção. Em síntese, o principal delega ao agente o poder de decisão da organização. Em função disso, iniciam-se os conflitos de agência, pois os interesses do agente, gestor, nem sempre convergem com os interesses do principal, proprietário ou acionista. Em função desse conflito criam-se mecanismos, julgados eficientes, que possam garantir o alinhamento entre os interesses de ambos (CVM, 2002).

Os principais ou outorgantes têm seu foco nas decisões financeiras, em alocação eficiente de recursos, em maximização do retorno de suas carteiras,

em gerenciamento dos riscos. Já os agentes, recebedores da outorga, têm seu foco em decisões corporativas, na gestão estratégica dos negócios e nas operações. São fornecidos aos gestores os recursos para a capitalização dos empreendimentos, assim como as remunerações pelos serviços prestados; em retribuição, os gestores esforçam-se para maximizar a riqueza dos acionistas, comprometendo-se a prestarem informações valiosas e confiáveis sobre os riscos e oportunidades dos negócios (CVM, 2002).

Como foi destacado por Jensen e Meckling (1976), o princípio básico é que, se as partes em um relacionamento principal-agente buscam maximizar sua função utilidade, nem sempre o agente vai agir no melhor interesse do principal.

O desalinhamento entre o interesse dos acionistas e dos executivos tem seu princípio na formulação de contratos incompletos e os contratos imperfeitos, o que pode levar à ocorrência de dois tipos de custos de agenciamento: os que dão prerrogativas ao oportunismo dos gestores e aqueles em que implicam aos acionistas o controle da gestão.

Para Nossa, Kassai e Kassai (2000) os custos de agenciamento são os gastos incorridos na prevenção e resolução de conflitos entre o principal e o agente, ou seja, aqueles que associados à contratação entre as partes, bem como as perdas resultantes das atitudes oportunistas do agente.

“Ocorre assimetria informacional quando a capacidade do principal de monitorar o trabalho e o comportamento do agente fica limitada, restrita ou interrompida por outros fatores conhecidos apenas pelo agente”. (AKDERE; AZEVEDO, 2006, p.49).

Essa superioridade de informação do agente, frente ao principal, pode levar à indução de benefícios adicionais por parte do primeiro; por essa razão, há uma preocupação das empresas em aumentar o nível de evidenciação e transparência de suas informações, coibindo a assimetria informacional e fornecendo ao investidor maior segurança (AKDERE; AZEVEDO, 2006).

### **2.1.3 Modelos de governança corporativa**

Os modelos de Governança corporativa são divididos em dois grandes grupos: Modelo Anglo-Americano e Modelo Germânico-Japonês.

O modelo Anglo-Americano, ou Anglo-Saxônico, é caracterizado por empresas com propriedade dispersa entre vários acionistas e o poder individual dos acionistas é fraco devido à parcela pequena de propriedade. Um desempenho insatisfatório da empresa normalmente é visto com motivação para a venda das ações, com consequências como aquisições hostis ou fusões. Os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos de acionistas não controladores. (OKIMURA, 2003).

O modelo Germânico-Japonês, ou Nipo-Germânico, é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou outra empresa, além de estruturas familiares. A existência de estruturas piramidais e de propriedade cruzada, frequentemente existe em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários. (OKIMURA, 2003).

Ainda são identificados outros dois grupos, a saber:

1. Grupos Propriedade-Gestão-Retorno assim definido pela tipologia de propriedade das empresas e pela forma predominante de financiamento das corporações, com o foco nos acionista (*shareholder*), seus interesses e direitos. Os interesses em geração de riqueza e máximo retorno dos investimentos são constantes, mesmo nas empresas mais orientadas às funções sociais. Sua origem cultural é anglo-saxônica e suas raízes históricas são a diluição da propriedade acionária das grandes corporações e a separação da propriedade e da gestão (ANDRADE; ROSSETI, 2012).

Com a pulverização do capital e a dissociação entre a propriedade e a gestão das empresas, surge o ponto central da Governança corporativa.

Segundo Carvalho (2002), muito da literatura sobre Governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e, portanto, a sua administração deve ser feita em benefício deles. O predomínio, por décadas, da visão descrita por Berle e Means, segundo a qual as grandes empresas modernas possuem propriedade acionária dispersa, moldou o debate sobre a Governança corporativa: o grande problema de

agência era visto como conflito entre os administradores (agentes executivos) e acionistas (principais agentes). O oportunismo consistiria de decisões dos administradores que não visassem a maximização do valor das ações. Dentro deste paradigma, boa Governança empresarial significaria a adoção de mecanismos que forçassem os administradores (não acionistas) a proteger os interesses dos acionistas (ANDRADE; ROSSETI, 2012).

A concentração da propriedade nas mãos de alguns acionistas majoritários é outro tipo de conflito que se observa em diversos países. Neste caso, o foco da agência vai do conflito proprietários-gestores para o conflito majoritários-minoritários. Conflitos dessa proporção ocorrem com mais frequência em países emergentes, como o Brasil, que apresenta um mercado de capitais imaturo e a concentração de propriedade (VIEIRA; CORREIA, 2002).

Nos Estados Unidos e no Reino Unido os modelos que se desenvolveram enfatizaram a proteção aos acionistas contra os interesses oportunistas dos gestores. O mercado de capitais é o grande supridor dos recursos corporativos e os conselhos de administração têm forte tendência a ser constituídos de rigorosos critérios, com acompanhamento de avaliação constante de sua eficácia. Em países como Alemanha e Japão, por exemplo, o controle é menos disperso e os modelos de Governança são fundamentados em outros atributos, os quais têm como principal supridor o sistema bancário. As empresas são alavancadas via exigíveis e suas ações são menos líquidas quando comparadas às existentes em mercados de capitais mais dinâmicos e pulverizados. Há tendências para a presença de instituições financeiras na composição dos conselhos administrativos com forte pressão para a eficiência na rentabilidade dos negócios. Os conselhos inibem a participação de acionistas privados dando pouca ênfase na proteção dos mesmos (VIEIRA; CORREIA, 2002).

2. Grupos Múltiplos Interesses que são definidos quanto ao seu envolvimento e compromisso com objetivos de grandeza diferenciada, não estão restritos aos de natureza econômico-financeira. Consistem em modelos que não têm a única preocupação com o retorno do investimento e da geração de riqueza para os acionistas. Esses grupos visam manter compromissos com outras partes interessadas, também denominadas como *stakeholders*, no

desenvolvimento das empresas e na evolução de suas ações. Os métodos de Governança corporativa desenvolvidos neste segundo grupo têm sua abrangência voltada aos múltiplos interesses, os quais partem dos menos para os mais abrangentes, essencialmente subdividido em duas categorias: os compromissos corporativos pactuados com múltiplas partes interessadas na criação de riqueza da empresa e nos desenvolvimentos internos e externos de suas ações. A restrição dos interesses não está voltada aos acionistas-gestores. Essa consideração de amplitude tem interesses internos e externos (ANDRADE; ROSSETI, 2012).

A diferença entre corporações preocupadas com os interesses e direitos de seus acionistas e as que utilizam estratégias mais abertas considerarem interesses múltiplos internos (empregados e fundações de assistência e seguridade) e externos (fornecedores, clientes, comunidade, sociedade, governo e meio ambiente), constituem a base de duas diferenciações clássicas de Governança: *shareholder* (investidores) e *stakeholder* (acionistas).

Ainda para Andrade e Rossetti (2012) é possível subdividir os modelos latinos em dois grupos: latino-europeu e latino-americano.

No modelo latino-europeu são numerosas as grandes corporações familiares ou controladas por consórcios. Não é bem definida a fonte predominante de financiamento. A propriedade é concentrada e os conflitos de agência ocorrem pela fraca proteção aos minoritários. Forças externas de controle têm menor atuação. A presidência do conselho e da direção é, geralmente, justaposta, e devido às pressões ativistas, o modelo tem forte tendência a abrirem-se mais a interesses diversos (SILVEIRA, 2004).

Há características históricas do ambiente empresarial que influenciam o modelo latino-americano, são elas: a concentração patrimonial; os grupos privados familiares; a baixa atuação do mercado de capitais e a tradição jurídica do código-civil latino-europeu, com baixo *enforcement*. Mais recentemente duas novas influências somaram-se a essas características: as privatizações e a abertura dos mercados (SILVEIRA, 2004).

Já no modelo latino-americano há predominância de alavancagem, há pouca expressão dos mercados de capitais, é concentrada a propriedade das grandes corporações e a gestão é desempenhada por acionistas majoritários. Por terem fraca proteção, os conflitos de agência ocorrem com os minoritários.



Ainda prevalecem os interesses dos acionistas, mas com uma caminhada a modelos de múltiplos interesses (SILVEIRA, 2005).

#### **2.1.4 Princípios da governança corporativa**

A OECD (*Organization for Economic Co-Operation and Development*, 2004), fez a seguinte publicação dos Princípios Fundamentais sobre Governança corporativa, considerados pela organização como base relevante para uma eficaz Governança corporativa:

1. Assegurar a base para um sistema eficaz de Governança corporativa: Um sistema eficaz de Governança corporativa deve garantir mercados transparentes, coerência com o Estado de Direito, além de articular com clareza a divisão de responsabilidades entre as diferentes autoridades supervisoras, reguladoras e executoras da lei.
2. Direitos dos acionistas e principais funções da propriedade: O sistema de Governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
3. Tratamento equitativo dos acionistas: O sistema de Governança corporativa deve garantir o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive os não controladores e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos.
4. Papel dos *stakeholders* na Governança corporativa: O sistema de Governança corporativa deve reconhecer os direitos de outras partes interessadas, previstos por lei ou por acordo mútuo, e estimar a cooperação ativa entre corporações e *stakeholders* para criar riqueza, empregos e sustentabilidade de empresas financeiramente sólidas.
5. *Disclosure* e transparência: O sistema de Governança corporativa deve garantir divulgação precisa e oportuna de todas as questões relevantes relacionadas com a corporação, inclusive situação financeira, desempenho, composição societária e Governança da empresa.
6. Responsabilidades do Conselho de Administração: O sistema de Governança corporativa deve garantir a gestão estratégica da empresa, o monitoramento eficiente da administração pelo conselho e a prestação de contas pelo conselho à empresa e aos acionistas.

Os países-membro da OECD entendem que esses princípios formam uma base geral e essencial para o desenvolvimento das boas práticas da Governança corporativa.

Para o IBGC (2009) o Código das Melhores Práticas de Governança corporativa, desenvolvido a partir dos principais códigos internacionais, fundamenta-se nas seguintes bases:

- Transparência (*Disclosure*);
- Equidade (*Fairness*);
- Prestação de Contas (*Accountability*);
- Responsabilidade Corporativa

É frisado pelo IBGC (2009) que o princípio de transparência deve ser maior do que somente a obrigatoriedade de informação, mas a empresa deve cultivar o desejo de assegurar informações fidedignas aos interessados. A boa comunicação externa e interna dimensiona um clima organizacional de confiança, tanto com clientes internos quanto externos, principalmente se essa comunicação for franca e rápida. Tal comunicação não deve estar somente no âmbito econômico-financeiro, mas sim atualizar sobre todos os fatores que indicam as ações para a criação de valores.

Com o aumento da transparência empresarial, o valor de mercado tende a crescer, visto que, a falta de informação eleva o risco, desmotivando novos investimentos ou influenciando investidores a desagiar as negociações pertinentes. Com a transparência há também uma tendência de aumento na liquidez dos papéis negociados pela empresa, pois o efeito das melhores práticas de informações colabora para que analistas possam acompanhar o desempenho da empresa e, consecutivamente, melhorar as decisões de compra e venda de ações (IBGC, 2009).

A transparência empresarial tem, por um lado, o seu papel na Governança corporativa, visto que os investidores e interessados exigem essa postura, mas, por outro lado, o temor que a empresa tem em apresentar informações e números estratégicos que poderão ser usadas por seus concorrentes (SIRQUEIRA, 2007).

A equidade ou princípio de equidade significa o tratamento justo e igual a todos os grupos minoritários, independente de sua posição em relação à situação operacional da empresa. Esses grupos podem ser representados pela

minoria de posse do capital ou os *stakeholders*, também conhecidos como a parte interessada, composta por colaboradores, clientes, fornecedores, credores, etc. Esse princípio considera inaceitáveis atitudes discriminatórias, assim como políticas de segregação entre majoritários e minoritários (TEIXEIRA, 2010).

Para Teixeira (2010) o princípio de *accountability* está sedimentado na prestação de contas que os agentes oriundos da Governança corporativa devem efetuar, relativo a sua atuação, a quem for de direito, reportando todos as suas decisões e atos relativos as suas atribuições contratuais.

Enfim, o princípio da responsabilidade corporativa está intimamente ligado aos Conselheiros e executivos e suas responsabilidades em cuidar pela perenidade organizacional. Sendo essa uma visão estratégica de longo prazo, as decisões deverão estar voltadas para questões socioambientais com definições de negócios de operações. Portanto, a função social da empresa deve caminhar no sentido da criação de riquezas e oportunidades de emprego, qualificação e ascensão profissional, desenvolvimento tecnológico e incentivo à pesquisa, criação de mecanismos para a melhoria da qualidade de vida, ações culturais, educativas e ambientais. Essa visão holística do princípio da responsabilidade corporativa requer a preferência da comunidade, na qual a empresa está inserida na contratação de recursos, seja de insumos ou força de trabalho (TEIXEIRA, 2010).

De acordo com o boletim *Disclosure* das Transações Financeiras, os pontos principais semelhantes na maioria dos mercados que tem a Governança corporativa como base são:

- Melhoria na divulgação das informações da sociedade;
- Convocação de auditoria externa para análise das informações;
- Aumentar os poderes do Conselho Administrativo em relação aos executivos da sociedade;
- Manter Conselheiros não vinculados ao grupo dos altos executivos.

Apesar das práticas de Governança corporativa não serem semelhantes em todos os países e mercados devido às diferenças existentes como, por exemplo, leis, funcionamento de mercados de capital, cultura, etc., os pontos

principais citados acima são preservados na Governança corporativa (ROZO, 2003).

### **2.1.5 Mecanismos da governança corporativa**

Conforme Silveira (2010), um sistema de Governança corporativa é considerado eficiente quando combina diferentes mecanismos internos e externos a fim de assegurar decisões no melhor interesse de longo prazo dos acionistas.

A relação entre as partes interessadas define a empresa como uma estrutura conectada de contratos formais e informais, que necessitam ser equacionados em virtude do objeto desses contratos. O efeito desse processo leva ao cumprimento desses contratos e a solução dos eventuais conflitos existentes no processo, realizados pelos departamentos de Administração e Finanças, os quais se utilizam de mecanismos de Governança corporativa. A esses mecanismos são integrados arranjos operacionais e estruturais das corporações como: Conselho Administrativo, Conselho Fiscal, Auditoria Externa, programas de incentivos, monitoramento, mercado de gestores, mercado de membros de conselho de administração e conselho fiscal, mercado de controle das empresas e o ativismo dos investidores institucionais. (ROZO, 2003).

Dessa forma os mecanismos de Governança corporativa podem ser classificados como internos e externos, a serem listados:

#### **Mecanismos Internos:**

- Conselho Administrativo
- Conselho Fiscal
- Sistema de Remuneração
- Estrutura de Propriedade
- Auditoria Interna

#### **Mecanismos Externos:**

- Auditoria Externa
- Mercado de Aquisição Hostil
- Agentes do Mercado Financeiro

- Mercado de Trabalho Competitivo (SANTOS; ALMEIDA, 2002)

Conforme Santos e Almeida (2002), o conselho de administração nas corporações, geralmente, é aquele que determina as próprias regras da Governança corporativa com base em expectativas, concordâncias, consentimentos ou acordos de acionistas e de criteriosa deliberação coletiva. Em consonância ao exposto, o Conselho Administrativo é considerado o principal mecanismo interno na constante busca em reduzir os custos de agência entre gestores e acionistas e entre acionistas controladores e não controladores. Sua importância é tão relevante, nas estruturas organizacionais, que cabe ao Conselho de Administração a ratificação das decisões estratégicas e o monitoramento da alta gestão executiva.

O Conselho Fiscal tem como principal função apuração e aprovação dos demonstrativos contábeis, averiguando o cumprimento dos deveres legais e estatutários dos mesmos, bem como denunciar possíveis erros, fraudes corporativas e crimes. O conselho fiscal tem uma função relevante para interligação entre a Governança Societária promovida pelos acionistas de uma companhia e a Governança corporativa encarregada de produzir os resultados e assim aumentar o valor do negócio (MENDES, 2004).

Para Shleifer e Vishny (1997) os incentivos gerenciais são considerados mecanismos internos de Governança e têm o papel de alinhar os interesses entre acionistas e administradores. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os contratos de incentivos podem ser apresentados por uma variedade de formas tais como: ter posse das ações, com opção de subscrição das ações e até uma cláusula com a demissão sumária, caso o lucro esteja abaixo do esperado. Ainda para Shleifer e Vishny (1997), o melhor contrato de incentivo é aquele determinado pela aversão ao risco do gestor executivo, pela importância de suas decisões e sua capacidade de criar riqueza.

A Estrutura de Propriedade da empresa afeta sua Governança corporativa, uma vez que uma empresa com estrutura de propriedade muito pulverizada tende a ter composição do Conselho de Administração e relação de agências distintas de uma empresa com estrutura de propriedade concentrada. Esse conceito denota que a presença de um acionista controlador ou acordo de acionistas impactam de forma distinta na estrutura de propriedade. Em função desse impacto as companhias brasileiras têm, em

geral, uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, o qual atua como gestor ou indica alguém de confiança para assumir o cargo. Usualmente, nas empresas brasileiras encontram-se a sobreposição entre propriedade e controle (SILVEIRA, 2005).

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança corporativa do IBGC (2012), toda sociedade deve ter auditoria independente, pois se trata de um agente de Governança corporativa de grande importância para todas as partes interessadas, uma vez que sua atribuição básica é verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade. Em decorrência desta prática, as empresas que contratam auditoria externa demonstram transparência ao mercado e a quem é de interesse.

As questões envolvendo controle nas companhias abertas tornaram-se palco central da área financeira, em grande parte decorrente dos casos nos quais uma empresa ou conglomerado assume o controle de outra, devido à compra da maioria das ações ordinárias. Essa operação é denominada de aquisição hostil ou *takeover* em virtude da não aceitação dos acionistas existentes na compra da participação majoritária por outra empresa. Nesse sentido, o mercado de aquisição hostil é considerado um mecanismo de Governança externo devido à latente preocupação dos gestores em perder seus cargos. Dessa forma, os gestores mantêm sua atenção voltada aos interesses dos acionistas e consecutivamente na maximização da riqueza da companhia (SILVEIRA, 2004).

Outro mecanismo externo relevante de Governança corporativa, denominado de mercado de trabalho competitivo, contribui para que os gestores em atividade sintam-se ameaçados em suas funções e melhorem sua performance, visto que os profissionais existentes no mercado estão cada vez mais qualificados e preparados para exercerem cargos executivos (SILVEIRA, 2004).

Enfim, os agentes do mercado financeiro devem ser considerados como um mecanismo externo de Governança corporativa seja por suas parcerias em relação às companhias ou pelas imposições das políticas de mercado.

Silveira (2004) faz o seguinte comentário a respeito dos mecanismos de Governança no Brasil:

[...] em contraste com os países anglo-saxões, o ambiente brasileiro é caracterizado por uma alta concentração de propriedade, inexistência de mercado hostil, separação entre propriedade e controle pela emissão de duas classes de ações, controle familiar e utilização menos intensa de recursos por meio de opções de ações (SILVEIRA, 2004, p. 24).

O papel do conjunto dos mecanismos de Governança corporativa, sejam internos ou externos, caminham no sentido da tentativa de redução do custo de agência e custos de transações econômicas, melhorando a criação de riquezas dos acionistas e agradando aos interesses gerais dos *stakeholders*.

### **2.1.6 Governança corporativa no Brasil**

O Código das Melhores Práticas de Governança corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança corporativa da CVM são os principais documentos sobre Governança corporativa no Brasil. É relevante frisar que foram elaborados a partir dos principais códigos internacionais de Governança (CVM, 2002).

A Governança corporativa no Brasil, como em qualquer outro país, tem sido influenciada por meio de um conjunto de forças externas e internas, que interferem direta ou indiretamente nos valores, princípios e modelos praticados. Apesar da forte influência dos países anglo-saxões nas práticas de Governança corporativa brasileira, o mercado de ações diverge pelo porte e dinâmica do mercado de capitais e das estruturas de propriedade apresentadas.

Silveira (2005) destaca que além dos incentivos devido ao aumento da competitividade, iniciativas governamentais e institucionais, vêm contribuindo para a melhoria das práticas de Governança pelas empresas brasileiras, as quais se destacam:

- Criação do IBGC EM 1995;
- Criação dos Níveis 1 e 2 de Governança corporativa e do Novo Mercado pela BM&FBOVESPA;

- Estabelecimento de novas regras pela SPC, Secretaria de Previdência Complementar, para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- Definição pelo BNDES da adoção de prática de boa Governança como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

Em pesquisa realizada pela Mckinsey & Company e Korn/Ferry Internacional (2001), as empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores, seguem um modelo geral de Governança corporativa que tem as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração de ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordos de acionistas para a resolução das questões relevantes;
- Presença de acionistas não controladores pouco ativos, cujos interesses ainda não são completamente reconhecidos;
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do Conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre Conselho e Diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no Conselho de Administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- Estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitê para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão;
- Nível de transparência insuficiente segundo os investidores.

## **2.2 Mercado de ações no Brasil**



Para Carvalho (2000) a alavancagem de recursos no Brasil, anterior aos anos 1990, se deu essencialmente via crédito, porém o mercado de capitais brasileiro aparentemente passou por uma fase de grande florescimento nos anos 1990 – principalmente quando se considera o crescimento de volume transacionado e emissões primárias. Ainda para o autor, as inovações financeiras que foram processadas a partir dos anos 1980/1990 flexibilizaram este mercado, tornando viável que boa parte do levantamento de recursos passasse a ser feito via lançamentos de títulos de dívida direta. A expansão do mercado de capitais nos anos 1990 foi, em grande medida, devido à entrada expressiva de capitais estrangeiros propiciados pela abertura financeira e comercial desenvolvida no começo da referida década.

No final da década de 1990, fortes indícios de declínio apareceram como a queda do volume transacionado, emissões primárias, além da contração da entrada de capitais estrangeiros. Carvalho (2000) cita que o referido florescimento do mercado de capitais era ilusório, pois: a) o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década; e b) a concentração de mercado vinha aumentando (apenas uma pequena parcela das empresas se beneficiou do período de expansão).

A relevância na expansão do mercado de capitais nacional pode ser observada na seguinte citação: uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década de 90 – estabilizações da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa etc. – tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais (MATTEDI, 2006).

Com o fortalecimento da abertura financeira ocorrida nos anos 90, houve a possibilidade da entrada de investidores internacionais e a compra de papéis nacionais diretamente no país e também nos mercados financeiros internacionais. A partir desse período pode-se observar que a entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996 (CARVALHO, 2000). A massificação da entrada de capitais estrangeiros refletiu em um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa. Conforme Carvalho (2000), a capitalização bursátil em proporção do PIB saiu de uma taxa de 3,5% em 1990

para uma taxa de 30,9% em 1999. O volume total negociado em proporção do PIB saiu de 1,1% para 12,1%.

É inegável o excelente desempenho nesse período, porém não ocorreram mudanças significativas nem profundas no mercado de capitais nacional. Suas características devem ser analisadas com o viés dos incentivos históricos, os quais levaram à abertura de capital um grande número de empresas. De acordo com Vieira e Corrêa (2002), muitas empresas abriram o capital com perspectivas de benefícios fiscais e financeiros concedidos pelo governo na década de 1960 e 1970 - principalmente no âmbito das reformas financeiras de 64/67 e por meio do “Fundo 157”. Ainda, as empresas que abriram capital nesse período geralmente não possuíam grande porte e a sua estrutura de propriedade concentrava-se num número pequeno de acionistas majoritários.

Dos anos 1960 para os anos 1990, houve pouca mudança com relação à concentração de propriedade, a não ser o fato da privatização de grande parte das empresas estatais; empresas estas que apresentavam o maior volume de negociações em bolsa devido ao seu maior porte. Destaca-se ainda que, nos processos de aquisições e fusões, a evasão de divisas foi efetuada com a transferência de grande parte do capital das empresas nacionais para o capital estrangeiro (SIFERT FILHO, 1998).

A estrutura de propriedade não modificou, apesar da grande entrada de capitais ocorrida nos anos 1990. Observa-se também que as entradas e saídas de divisas estão relacionadas a momentos de estabilidade e momentos de crise. O que denota essa hipótese é o declínio dos índices performáticos do mercado de capitais, no final da década de 90, deflagrado com as crises cambiais na Ásia, Rússia e Brasil. Esta observação mostra que a tomada de recursos no exterior (via *commercial papers*, ADRs e BDRs) é instável e deixa o mercado nacional na tênue dependência dos movimentos dos mercados financeiros internacionais. Outro fato relevante que deve ser ressaltado é que o longo período de manutenção de altas taxas de juros desestimulou o investimento em ativos variáveis (CORRÊA; ALMEIDA FILHO, 2003).

Vieira e Corrêa (2002) ressaltam que o florescimento do mercado de capitais brasileiro na década de 1990 foi restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez, confirmando assim o aspecto de pouca

negociabilidade dos controles (concentração no mercado de capitais) e a baixa liquidez do mercado bursátil nacional.

Teixeira (2004) ainda analisa que o mercado de capitais brasileiro reflete uma realidade dúbia visto que apresenta um lado extremamente sofisticado, relativo a sua estrutura operacional e capacidade de movimentação de recursos financeiros, e outro lado pouco desenvolvido que trata da habilidade de financiar o investimento de longo prazo.

Carvalho (2000) aponta que o mercado de capitais brasileiro sofre de problemas “estruturais” e, para que o seu desenvolvimento seja significativo, as mudanças devem estar concentradas nos bons fundamentos macroeconômicos, na racionalidade do sistema tributário e em um clima de negócio saudável criado por boas práticas de Governança corporativa.

### **2.2.1 A BM&FBovespa e os níveis de governança corporativa**

Inspirada no *Neu Neuer Markt* Alemão e no *Nuevo Mercado* da Bolsa de Madri, a Bovespa criou, em dezembro de 2000, o Novo Mercado (NM) e o Nível 1 de Governança corporativa (N1GC) e Nível 2 de Governança corporativa (N2GC). Essa demanda teve como objetivo estimular os interesses de investidores e criar valor para as empresas participantes, em um ambiente de negócios estruturado no fortalecimento do mercado de capitais brasileiro (BM&FBOVESPA, 2012).

As regras para esse segmento são diferenciadas do dito Mercado Tradicional e as companhias que participam e se comprometem a adotar, voluntariamente, práticas de Governança corporativa e *disclosure* adicionais ao exigido pela legislação brasileira. O Novo Mercado está baseado em duas prerrogativas: aumentar o grau de transparência das companhias e elevar o nível de Governança corporativa. Para tanto o N1GC e N2GC foram desenvolvidos como estágios antecessores do Novo Mercado onde as empresas podem adotar, gradativamente, as boas práticas de Governança corporativa até atingirem o ápice exigido (BM&FBOVESPA, 2012).

Para Santana (2001), os principais benefícios na implementação do Novo Mercado e dos Níveis diferenciados de Governança corporativa para as empresas podem ser: a melhoria da imagem institucional; maior demanda

pelas ações; maior visibilidade; menor custo de capital; maior valorização das ações. O autor também entende que os melhores benefícios para os acionistas podem ser apresentados como: maior segurança nos direitos societários; maior precisão nos preços das ações; melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização; redução do risco para o país; canalização de mais poupança para a capitalização das companhias; investimento mais seguro e diversificado; empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

As empresas listadas no Novo Mercado possuem os mais elevados padrões de Governança corporativa propostos pela BM&FBOVESPA. Relevante frisar que as companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações ordinárias (ON), as quais têm o direito de voto.

Segundo a BM&FBOVESPA (2012) é possível listar algumas regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de Governança e aos direitos dos acionistas:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço;
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação;
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;

- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Algumas empresas, já listadas no Mercado Tradicional, preferem elevar seu nível de comprometimento gradativamente, assim buscam a passagem pelos níveis intermediários antes de alcançarem o Novo Mercado.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2012) o N1GC exige que as empresas adotem práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, devem divulgar informações adicionais às exigidas em lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações feitas por diretores, executivos e acionistas controladores e sobre operações com partes relacionadas. Companhias listadas nesse segmento devem também manter um mínimo de 25% de ações em circulação denominado *free float*.

Ainda de acordo com a BM&FBOVESPA (2012) o N2GC exige que as companhias aceitem e cumpram todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado com algumas exceções. As empresas listadas no N2GC têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações preferenciais o direito de *tag along*, no mínimo, de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

O quadro 1, a seguir, traduz alguns aspectos comparativos entre o NM, N2GC, N1GC e o Mercado Tradicional:

**Quadro 1: Comparativo entre os segmentos listados**

	<b>Novo Mercado</b>	<b>Nível2</b>	<b>Nível1</b>	<b>Tradicional</b>
Características das ações emitidas	Permite a existência de somente ações ordinárias	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (conforme legislação)	Permite a existência de ações ordinárias e preferenciais (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% free float	No mínimo 25% free float	No mínimo 25% free float	Não há regras
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regras	Não há regras
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros dos quais pelo menos 20% deve ser com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros dos quais pelo menos 20% deve ser com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros conforme legislação	Mínimo de 3 membros conforme legislação
Vedação a disposição estatutária (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e “clausulas pétreas”	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e “clausulas pétreas”	Não há regras	Não há regras
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regras
Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisi�o de a�es da companhia	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisi�o de a�es da companhia	Não há regras	Não há regras
Demonstra�es Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legisla�o	Conforme legisla�o
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA, 2012.

O quadro 1 demonstra que as empresas do N1GC têm como principal comprometimento a melhoria nas informações ao mercado interessado. Em contrapartida o N2GC tem as características de exigências muito próximas do Novo Mercado, sendo que o diferencial deste último é, somente, a obrigatoriedade de lançar exclusivamente ações ordinárias no mercado.

### **2.2.2 O setor calçadista e as empresas analisadas**

Segundo a Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS, 2012), o mercado calçadista brasileiro vem apresentando, nas últimas quatro décadas, um relevante papel na história do calçado. Com o status de maior país da América Latina na produção de calçados e um dos mais destacados fabricantes de manufaturados de couro, detém o terceiro lugar no ranking dos maiores produtores mundiais. Além desse ótimo desempenho, possui uma relevante participação na fatia de calçados femininos aliando preços competitivos com qualidade. Sua participação no mercado externo também é algo para alguns créditos, observando embarques para mais de uma centena de países, sendo confirmada sua capacitação para atuar fora do país.

Ainda para a ABICALÇADOS (2012), a concentração das empresas de grande porte está, basicamente, localizada no estado do Rio Grande do Sul. Apesar desta realidade, alguns polos desenvolvem-se gradualmente demonstrando uma tímida, mas constante distribuição em outras regiões como: Sudeste e Nordeste do país. Destacando-se o interior do estado de São Paulo (cidades de Jaú, Franca e Birigui) e alguns estados emergentes como Paraíba, Ceará e Bahia. Outros estados com algum crescimento na produção de calçados são: Santa Catarina (região de São João Batista) e Minas Gerais (região de Nova Serrana e Belo Horizonte).

A indústria calçadista brasileira também desempenha relevante papel na economia brasileira quanto à empregabilidade. As tabelas 1 e 2 a seguir apresentam alguns dados atuais sobre os números desse segmento. (ABICALÇADOS, 2012).

Tabela 1 - Número de empresa calçadistas e empregados

<b>ESTADO</b>	<b>NÚMERO DE EMPRESA EM 2010</b>	<b>% DO BRASIL</b>	<b>NÚMERO DE EMPREGADOS EM 2010</b>	<b>% DO BRASIL</b>
Rio Grande do Sul	2.929	35,8	118.397	34
Santa Catarina	287	3,5	8.155	2,3
São Paulo	2.457	30	56.331	16,1
Rio de Janeiro	49	0,6	957	0,3
Minas Gerais	1.428	17,4	30.960	8,9
Goiás	185	2,3	1.592	0,5
Bahia	104	1,3	39.337	11,3
Paraíba	112	1,4	13.744	3,9
Ceará	294	3,6	63.562	18,2

Fonte: MTE/RAIS; SECEX/MDIC e ABICALÇADOS, 2012, adaptado pelo autor.

Pode-se ver, por meio dos dados da tabela 1, que o setor calçadista desempenha atividade econômica no país por meio de empregabilidade dando ênfase à região do Rio Grande do Sul onde cerca de 35% das empresas do setor estão localizadas.

Tabela 2 - Participação do setor calçadista por estado em exportações

<b>ESTADO</b>	<b>EXPORTAÇÕES EM MILHÕES DE US\$ EM 2011</b>	<b>% DO BRASIL</b>	<b>EXPORTAÇÕES EM MILHÕES DE PARES EM 2011</b>	<b>% DO BRASIL</b>
Rio Grande do Sul	577,3	44,5	22,6	20
Santa Catarina	8,3	0,6	0,5	0,5
São Paulo	124,9	9,6	5,7	5,1
Rio de Janeiro	1,5	0,1	0,1	0,1
Minas Gerais	21,5	1,7	1,5	1,3
Goiás	0,3	0,02	0,02	0,01
Bahia	78	6	7,1	6,3
Paraíba	84,5	6,5	23,1	20,4
Ceará	351,6	27,1	45,1	39,9

Fonte: MTE/RAIS; SECEX/MDIC e ABICALÇADOS, 2012, adaptado pelo autor.

A tabela 2 mostra a representatividade expressa em milhares de dólares e em pares de calçados com destaque ainda para a região sul do país.

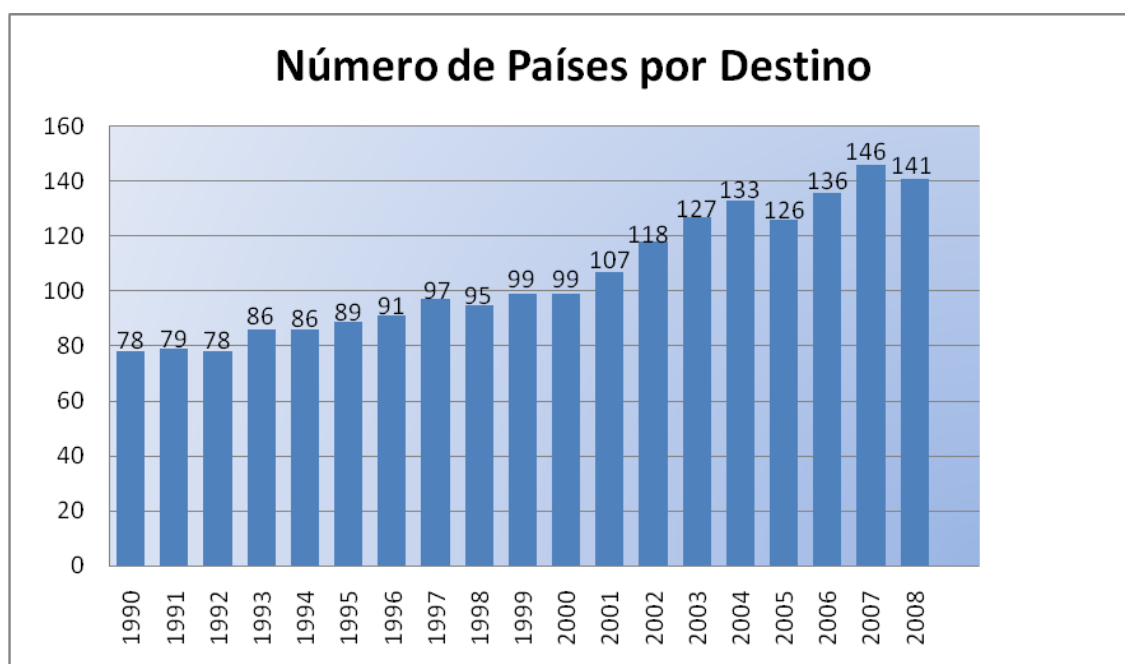
Um dos principais polos calçadistas é o Estado do Rio Grande do Sul. Sua produção de calçados e artigos de couro, juntamente com o



desenvolvimento tecnológico do parque fabril e instituições de ensino e de desenvolvimento, faz com que este Estado seja considerado o maior *cluster* calçadista do mundo. Outros números que chamam a atenção são os de representatividade do Ceará, que, apesar de ter um número menor de empresas com relação a São Paulo e Minas Gerais, apresenta maiores volumes em exportação tanto em valores monetários quanto em pares de calçados. Um dos principais fatores competitivos desse Estado é a posição geográfica dos portos do Pecém e de Mucuripe. Esse fator reduz o tempo de transporte dos produtos para os principais centros importadores, como Europa e Estados Unidos (ABICALÇADOS, 2012).

Os reflexos dos números atuais, em relação às exportações, tiveram início na década de 1990. Neste período eram 78 países. Em 2000 este número aumentou para 99 países de destinos (crescimento de 27% em relação a 1990) e em 2007 para 146 países (crescimento de 87% em relação a 1990), como demonstra o gráfico abaixo (ABICALÇADOS, 2012).

**Gráfico 1: Número de países por destino das exportações de calçados**



Fonte: ABICALÇADOS, 2012

Apesar dos números atuais e da evolução nas exportações, o mercado calçadista vem sofrendo uma crise em função das importações chinesas e das crises Norte-Americana e Europeia (ABICALÇADOS, 2012).

Essas crises podem afetar o valor das empresas no mercado e invariavelmente influenciar a cotação de suas ações, porém esse estudo vai levar em consideração as empresas calçadistas listadas na BM&FBOVESPA e seu nível de Governança corporativa apresentado.

Para tanto foram listadas as seguintes empresas e seus respectivos segmentos na BM&FBOVESPA:

Empresa	Nível de Governança corporativa
Cambuci S/A	Mercado Tradicional
Grendene S/A	Novo Mercado
São Paulo Alpargatas S/A	Nível 1
Vulcabras/Azaléia S/A	Mercado Tradicional

Foram tratados os dados contábeis e financeiros históricos destas empresas no período de 2004 a 2011, calculado sua rentabilidade, de acordo com a próxima seção e comparados seus índices e segmentação na tentativa de corroborar com a hipótese desta pesquisa.

### 2.3 Indicadores financeiros

Para Ross, Westerfield, Jaffe (2002), em geral, uma empresa é rentável no sentido econômico, somente quando sua rentabilidade é maior do que aquela que os investidores podem conseguir, por si mesmos, no mercado de capitais.

Segundo Matarazzo (2010), as empresas utilizam diversos fatores – financeiros, humanos, tecnológicos, administrativos, energéticos, etc. – e procuram gerar novos recursos (rendimentos) com o objetivo de remunerar esses fatores. Assim, os salários são a remuneração da mão de obra; os honorários da administração, a remuneração da capacidade administrativa; o lucro, a remuneração do capital investido. Dessa forma, quando se afirma que toda empresa busca gerar lucro, não quer dizer que a empresa simplesmente visa gerar lucro e remuneração de capital, mas ela necessita do lucro para remunerar o capital.

Ainda Rappaport (2001), pontua que o lucro é o principal estímulo do empresário e uma das formas de avaliação do êxito de um empreendimento.

As considerações acima mensuram que o lucro tem relação direta com a estrutura de capital de uma empresa, assim como o montante total investido está relacionado à composição dos ativos. De forma geral, todos os investimentos efetuados por investidores e credores (capital de terceiros e capital próprio) são aplicados nos principais responsáveis pelas atividades operacionais das companhias, em outras palavras, nos ativos (estoques, máquinas, equipamentos, clientes, etc.), dos quais é esperada a geração de riquezas. Sendo esse o motivo principal da utilização de todas as variáveis envolvidas nas atividades operacionais das empresas, quando na mensuração de resultados.

Gitman (2010, p. 620), corrobora com essa ideia quando diz: “a lucratividade, neste contexto, é a relação entre receitas e custos gerada pelo uso dos ativos da empresa (circulantes e permanentes) nas suas atividades produtivas.”

Dessa forma, pode-se dizer que a rentabilidade é uma medida de desempenho empresarial que tanto pode ser representada por uma grandeza absoluta, como, por exemplo, o lucro ou a geração de caixa, quanto pode ser dimensionada por uma grandeza relativa, servindo de exemplo a comparação do lucro com o investimento que fomentou sua geração.

No entanto, rentabilidade não é algo tão simples de mensurar. Essa ideia é posta em questão quando Ross, Westerfield, Jaffe (2002) fazem a seguinte colocação:

Um dos atributos de mais difícil visualização e mensuração numa empresa é a sua rentabilidade. Num sentido geral, os lucros contábeis representam a diferença entre receitas e custos. Infelizmente, não existe maneira completamente clara de saber quando uma empresa é lucrativa. Na melhor das hipóteses, o que um analista financeiro pode medir é a rentabilidade contábil corrente ou passada (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002, p.49).

Contudo, não se pode negar o relevante papel da contabilidade nesse item. Assim torna-se oportuno destacar essa importância que tem, entre outros objetivos:

[...] tem a finalidade de registrar as decisões tomadas por meio da contabilização das transações econômicas e refletir seus respectivos efeitos no patrimônio da empresa. Pela análise dos relatórios contábeis, procuramos verificar se os resultados apurados pela empresa são compatíveis com os retornos desejados por ocasião das decisões de investimento. (KASSAI et al, 2005, p.17)

Fica evidenciado o papel da contabilidade como relevante fonte de informação para as alternativas de decisões de investimento, assim como veículo fundamental da apresentação contínua da situação econômico-financeira da entidade demonstrando e comparando os investimentos com os resultados obtidos.

Em termos gerais, rentabilidade é a medida de quanto é eficiente uma empresa na utilização de seus ativos e na administração de suas operações. Para avaliar essa eficiência Ross, Westerfield, Jaffe (2002) sugerem as seguintes medidas tradicionais: margem de lucro; retorno sobre os ativos; retorno sobre o capital próprio; índice de *payout*.

### **2.3.1 Índices de rentabilidade**

Os índices de rentabilidade, também conhecidos como índices de retorno ou de lucratividade, indicam o retorno que a empresa está proporcionando para os investidores em determinado período. Esses índices podem estar relacionados tanto ao retorno operacional ou financeiro da empresa e podem ser obtidos por meio da análise das demonstrações contábeis.

“A análise por meio de índices é usada para comparar o desempenho e a situação de uma empresa com outras empresas, ou consigo mesma ao longo do tempo” (GITMAN, 2010, p. 102).

A elucidação acima indica o quanto os índices, como grandeza relativa, são relevantes para a comparação do desempenho das empresas consigo mesmas, ou com outras do mesmo setor no mercado. Ainda para Gitman (2010, p. 102): “a análise por meio de índices das demonstrações financeiras de uma empresa é do interesse dos acionistas, credores e da própria administração”, contribuindo ainda para afirmar sua larga utilização nos níveis empresariais.

Segundo Matarazzo (2010, p. 411), “o correto é tomar o valor inicial (seja do Ativo, seja do Patrimônio Líquido), acrescido das variações multiplicadas pela fração do ano que permaneceram à disposição da empresa”, conceito esse para determinar o ROE.

Marion (2012) pondera o seguinte comentário sobre o cálculo da rentabilidade:

Quando comparamos lucro com Ativo, ou lucro com Patrimônio Líquido, devemos considerar dois aspectos:

- Muitos conceitos de lucro poderão ser utilizados: Lucro Líquido, Lucro Operacional, Lucro Bruto, etc. É imprescindível que o numerador seja coerente com o denominador. Se utilizarmos o Lucro Líquido no numerador, utilizaremos o Ativo Total no denominador. Utilizando o Lucro Operacional no numerador, utilizaremos Ativo Operacional no denominador, e assim sucessivamente,
- Tanto Ativo como Patrimônio Líquido, utilizados no denominador para cálculo da Taxa de Retorno, poderiam ser o médio:

Ativo Médio  $(\text{Ativo Inicial} + \text{Ativo Final})/2$  e PLM  $(\text{PL Inicial} + \text{PL Final})/2$

A razão é que nem o Ativo Inicial nem o Ativo Final geraram o resultado, mas a média do Ativo utilizado no ano. Idem para o Patrimônio Líquido (MARION, 2012, p. 139-140).

### 2.3.2 Retorno do patrimônio líquido

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido, também conhecido como *Return on Equity* (ROE), define qual a taxa de remuneração do capital próprio investido ou a rentabilidade dos acionistas, definindo em termos percentuais quanto os acionistas ganham para cada \$100 (unidades monetárias) investidas.

Gregório (2005, p. 43) define que o ROE: “[...] mede a eficiência da empresa na aplicação dos seus recursos próprios.”

Em concordância, Gitman (2010, p. 123) comenta sobre o ROE: “[...] mede o retorno obtido sobre o investimento (ações preferenciais e ordinárias) dos proprietários da empresa. Geralmente, quanto mais alta for essa taxa de retorno, melhor para os proprietários.”

O ROE é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{ROE} = \text{Lucro Líquido} \div \text{Patrimônio Líquido}$$

Segundo Matarazzo (2010):

Quanto maior for o valor do indicador ROE calculado, melhor a situação da empresa ante sua capacidade de produzir resultados. De modo geral espera-se que a rentabilidade do capital próprio seja superior a dos títulos de renda fixa, uma vez que o investimento em uma empresa representa um capital de risco e, nada garante sua

rentabilidade, que poderá inclusive ser negativa (MATARAZZO, 2010, p. 181).

Ainda Kassai et al (2005) contribui explanando:

Ao investir em uma empresa, o empreendedor o faz porque esta decisão provavelmente estará maximizando seu capital, caso contrário aplicaria seus recursos numa segunda alternativa. O ROE mede justamente o resultado dessa decisão, é a medida passível de comparação direta com as alternativas (KASSAI et al., 2005, p. 184).

Em complemento ao exposto, Rappaport (2001) contribui dizendo que o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é a medida de maior popularidade no mundo corporativo e tem essa ênfase, pois o resultado é de interesse vital para os investidores. Assim, o ROE indica a criação de valor sobre o capital próprio ou capital dos acionistas.

Nas análises de tendências dos indicadores de rentabilidade é indispensável que os valores dos índices calculados, em um determinado período, sejam lançados em um gráfico. A partir desse momento, verificam-se as variações de crescimento da empresa, efetuando as comparações desejadas, seja com ela mesma no período histórico ou com a média do setor.

“É relevante analisar as tendências dos índices, tanto quanto os níveis absolutos, porque as tendências dão pistas quanto à probabilidade de melhoria ou deterioração da situação financeira” (BRIGHAM; HOUSTON, 1999, p. 93).

Muitas empresas utilizam a técnica de *Benchmarking*, que é basicamente a comparação de seus índices com uma amostragem menor de empresas líderes do setor a qual pertencem, sendo essas denominadas de *Benchmark* ou Padrões de Referência. Assim relacionam-se, em ordem decrescente, os índices calculados de cada uma das empresas escolhidas com *Benchmark*. Essa relação serve de base para a comparação da empresa com seus concorrentes.

Quanto aos índices de liquidez, foram mensurados da seguinte forma:

Segundo Kassai (2002), liquidez corrente significa que para cada R\$ 1,00 de dívida em curto prazo a empresa dispõe do resultado da equação em reais para quitar. Tendência desejável = Ascendência.

A liquidez seca mostra a capacidade de liquidação das obrigações sem lançar mão dos estoques. Tendência Desejável = Ascendência.

Já a liquidez imediata expressa à fração de reais que a empresa dispõe de imediato para saldar cada R\$ 1,00 de suas dívidas. Tendência desejável = Ascendência. (KASSAI, 2002).

Quanto aos índices de lucratividade, estes são: margem bruta consiste na divisão do resultado bruto obtido no demonstrativo de resultado de cada período pela receita líquida de vendas ou serviços. (ASSAF NETO, 2007).

Já a margem operacional líquida, consiste na divisão do lucro obtido antes do pagamento de juros e impostos pela receita líquida de vendas ou serviços. (ASSAF NETO, 2007).

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Como tipologia metodológica da pesquisa, um estudo descritivo foi feito com o uso de dados secundários. Considerando-se que, quando adotadas as práticas de Governança corporativa, é possível ter rentabilidade no mercado de ações refletidas por meio de indicadores financeiros, foram pesquisadas empresas listadas na BM&FBOVESPA (2012) do setor calçadista no período de 2004 a 2011.

O universo estudado nesta pesquisa é o setor calçadista composto por quatro empresas as quais são de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

Sendo assim, quanto ao delineamento da mesma, foi usada pesquisa bibliográfica. Conforme Lakatos (1992), a bibliografia pertinente oferece meios para definir e resolver, não somente problemas conhecidos como também explorar novas áreas, onde os problemas ainda não se cristalizaram suficientemente. Assim, conforme Gil (2009), por meio de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos, esse trabalho foi desenvolvido. Nesse sentido a pesquisa bibliográfica teve como foco abordar as temáticas: conceitos de Governança corporativa, abordando seus aspectos relevantes, princípios, modelos e mecanismos; assim como a Governança corporativa apresentada no Brasil e suas características fundamentais. A investigação ainda vai discorrer sobre o mercado de capitais brasileiro e os níveis de Governança corporativa apresentados com a inserção do Novo Mercado a partir de 2000.

O critério de escolha das empresas é não probabilístico e por conveniência, pois a seleção das empresas aqui estudadas foi escolhida pelo próprio autor, por serem de capital aberto e divulgarem seus dados contábeis, sendo assim o protocolo de pesquisa adotado foi este, a saber, por conveniência. (MALHOTRA, 2001).

Vale ressaltar que, segundo a ABICALÇADOS (2012) o mercado calçadista brasileiro vem apresentando, nas últimas quatro décadas, um relevante papel na história do calçado. Com o status de maior país da América Latina na produção de calçados e um dos mais destacados fabricantes de

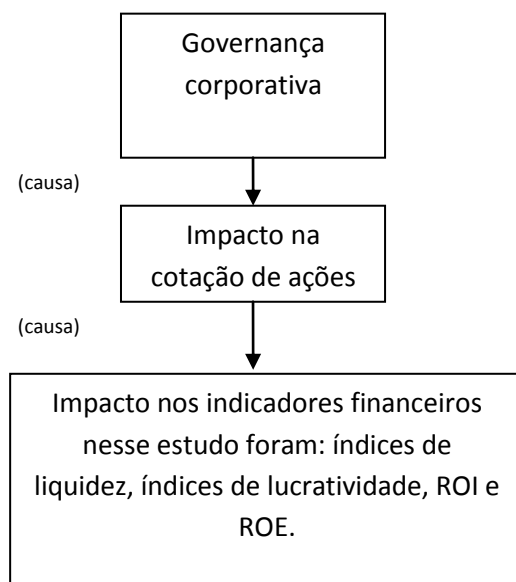


manufaturados de couro, detém o terceiro lugar no ranking dos maiores produtores mundiais. Além desse ótimo desempenho, possui uma relevante participação na fatia de calçados femininos aliando preços competitivos com qualidade. Apesar desses dados positivos e da evolução nas exportações, o mercado calçadista vem sofrendo uma crise em função das importações chinesas e das crises Norte-Americana e Europeia.

Essa segunda fase da pesquisa tem por objetivo corroborar, ou não, se as boas práticas de Governança corporativa, apresentadas nas empresas calçadistas listadas na BM&FBOVESPA, refletem nos indicadores financeiros, no Índice de Governança Corporativa e no Índice Ibovespa.

As empresas analisadas foram: Cambuci S/A, Grendene S/A, São Paulo Alpargatas S/A, Vulcabrás/ Azaléia S/A. As informações de volume de liquidez das ações, índice Ibovespa, valor de mercado, e índice de Governança corporativa (IGC) foram extraídos das informações disponibilizadas pelos relatórios da BM&FBOVESPA.

O modelo teórico-empírico da pesquisa compreende a seguinte descrição:



As variáveis de índices de liquidez, a saber, liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata, bem como os índices de lucratividade, a saber, margem bruta e margem operacional líquida foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados divulgados.

Assim como as variáveis de ROI (retorno sobre investimento), ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) foram calculadas a partir de dados dos balanços patrimoniais.

Dessa maneira, a primeira etapa desse trabalho, por meio de pesquisa bibliográfica, procurou explicar o problema aqui levantado, a saber: Será que as boas práticas de Governança corporativa realmente refletem na cotação das ações e nos indicadores financeiros das empresas?

Na segunda etapa, por meio de dados secundários, pôde-se verificar com maior profundidade a resposta à questão de pesquisa levantada, no caso específico das empresas calçadistas listadas na BM&FBovespa.

### **3.1 Análise de dados**

Para o desenvolvimento da análise dos dados inicialmente foi verificado no material institucional, junto aos *websites* das empresas de estudo, quanto ao apontamento das características respectivas de Governança corporativa, ou seja, por meio de documentos buscou-se a validação das mesmas. A descrição empresa a empresa segue abaixo:

#### **Cambuci S/A**

A empresa Cambuci S/A, não aderiu a nenhum nível diferenciado de Governança Corporativa da BM&FBovespa, porém adota as melhores práticas de Governança Corporativa e está capacitada para utilizar os mais avançados instrumentos de gestão empresarial. Por ser uma companhia de capital aberto, está sujeita às regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. (CAMBUCI, 2013).

Diante disso, apresenta as seguintes características do modelo de Governança Corporativa em detrimento à teoria para o nível Tradicional que são explicitadas em sua *website*, a saber::

- Conselho de administração estruturado;

- Composição do Conselho de Administração inclui profissionais independentes;
- Minoritários mais exigentes e participativos;
- Investidores institucionais, em muitos casos com assento no Conselho de administração;
- Separação das funções de gestão e monitoramento;
- Transparência e prestação de contas confiáveis (sistemas de contabilidade gerencial);
- Padrões internacionais de contabilidade, auditados por empresas de primeira linha;
- Conselheiros avaliados;
- Foco sobre resultados e geração de valor.

A Cambuci S/A possui alguns conceitos-chave dentro das boas práticas de Governança Corporativa da empresa, sendo os principais e mais visíveis:

- Os princípios e valores das organizações são elementos diferenciadores e podem agregar muito valor. Podem reforçar identidades entre as organizações, seus clientes e fornecedores, gerando redes de negócios mais sólidas e competitivas;
- A transparência na gestão tem sido cada vez mais um elemento de atração de capital, de reforço na relação com colaboradores, clientes, fornecedores, governo e sociedade como um todo. Ela adiciona valor à organização;

- A prática da transparência deve se estender a todas as partes interessadas (*stakeholders*);
- A estrutura de comando das organizações tem papel crítico na aplicação dos principais fundamentos de gestão definidos pelos controladores. Isso proporcionará aos acionistas maior visibilidade dos negócios, permitindo-lhes maior e melhor participação nas decisões estratégicas, mais rapidez e agilidade para fazer face ao dinamismo do mercado e maior fluidez em sua integração ao dia-a-dia das organizações.

## GRENDENE S/A

Em dezembro de 2000, a BM&FBOVESPA deu início ao funcionamento de um segmento especial de negociação denominado Novo Mercado. A Grendene S/A aderiu ao Novo Mercado desde a abertura do capital em 2004.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

O modelo de Governança corporativa do novo mercado desempenhado pela Grendene S/A desenvolve as seguintes premissas conforme estabelecido:

- 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) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – 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) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;

- Divulgação de demonstrações financeiras traduzidas para o Inglês;
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando o Formulário de Referência – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e 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, no qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, 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 (GRENDENE, 2013).

### **São Paulo Alpargatas S/A**

A São Paulo Alpargatas S/A busca aperfeiçoar constantemente suas práticas de Governança corporativa, incorporando ao seu modelo de gestão estratégica os princípios de transparência, prestação de contas, responsabilidade corporativa e equidade. Pertence ao grupo de empresas Nível

1 de Governança corporativa da BM&FBovespa, comprometendo-se com padrões ainda mais elevados de gestão e comunicação com o mercado. A governança da Alpargatas é exercida pelo Conselho de Administração e pela Diretoria, que contam com o apoio do Conselho Fiscal, órgão de caráter permanente, de acordo com o Estatuto Social. Todos os conselheiros têm larga experiência profissional e conhecimentos em várias áreas da Administração (ALPARGATAS, 2013).

A condução dos negócios da Alpargatas é de responsabilidade da Diretoria, composta pelo diretor-presidente e por oito diretores. Os executivos estão alinhados aos interesses dos acionistas, com foco na criação de valor para a empresa e *stock options* como parte da remuneração.

Das características desempenhadas pelo nível 1 a São Paulo Alpargatas desempenha:

- Emissão de ações de caráter ordinária e preferencial;
- Percentual de 25% de *free float*;
- Conselho de administração tem sua composição com mais de três membros;
- O presidente do conselho diretor respeita a regra quanto a não cumulação de cargos;
- As demonstrações financeiras respeitam a legislação quanto aos padrões de divulgação pré-estabelecidas;
- Ocorrem reuniões públicas anuais e eventos corporativos que visam ao cumprimento legal para o estabelecimento e alinhamento de normas.

### **Vulcabrás/Azaléia S/A**

O estatuto social da Vulcabrás/Azaleia S/A foi totalmente reformado para atender aos principais requisitos para adesão ao Novo Mercado, porém ainda está sob as diretrizes determinadas pela BM&FBovespa na classificação do mercado tradicional.

Parte dessa estruturação está atrelada ao projeto de Governança corporativa que procura estreitar os laços com a comunidade de investidores e o mercado de capitais em geral, formalizando políticas e implementando práticas de Governança corporativa em suas rotinas diárias. Dentre essas rotinas, do mercado tradicional estão (VULCABRÁS, 2013):

- Ações emitidas são de caráter ordinário e preferencial;
- O conselho de administração é composto por mais de três membros;
- As demonstrações financeiras seguem requisitos estipulados pela legislação;
- Quanto a reuniões públicas anuais não se faz qualquer menção.

### **3.1.1 Apresentação dos resultados da segunda fase: Dados secundários**

Para a segunda fase desta pesquisa, adotou-se o método descritivo com o uso de dados secundários. Porém, para as empresas Grendene S/A e São Paulo Alpargatas S/A, foi usada a informação do IGC (índice de Governança corporativa), pois a empresa Grendene S/A está no Novo Mercado e a empresa São Paulo Alpargatas S/A está no Nível 1 e, portanto, são pontuadas por esse índice.

No entanto, as empresas Cambuci S/A e Vulcabrás/Azaléia S/A são empresas listadas pela Governança corporativa como Mercado Tradicional. Assim, para essas duas empresas foi adotado o índice Ibovespa para mensurar sua participação.

Quanto aos índices de liquidez, foram mensurados da seguinte forma:

Segundo Kassai (2002), liquidez corrente significa que, para cada R\$ 1,00 de dívida a curto prazo a empresa dispõe do resultado da equação em reais para quitar. Tendência desejável = Ascendência, a sua equação consiste em:

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



A liquidez seca mostra a capacidade de liquidação das obrigações sem lançar mão dos estoques. Tendência Desejável = Ascendência. É expressa:

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

Já a liquidez imediata expressa à fração de reais que a empresa dispõe de imediato para saldar cada R\$ 1,00 de suas dívidas. Tendência desejável = Ascendência. (KASSAI, 2002).

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

Quanto aos índices de lucratividade, estes são: margem bruta que consiste na divisão do resultado bruto obtido no demonstrativo de resultado de cada período pela receita líquida de vendas ou serviços. (ASSAF NETO, 2007).

$$\text{Margem bruta} = \frac{\text{Resultado Bruto}}{\text{Receita Líquida de Vendas ou Serviços}}$$

Já a margem operacional líquida, consiste na divisão do lucro obtido antes do pagamento de juros e impostos pela receita líquida de vendas ou serviços. (ASSAF NETO, 2007).

$$\text{Margem operacional líquida} = \frac{\text{Lucro Antes dos Juros / Impostos}}{\text{Receita Líquida de Vendas ou Serviços}}$$

O ROI, segundo Gitman (2011), determina a eficiência global da administração quanto à obtenção de lucros com seus ativos disponíveis, é obtido por meio:

$$\text{Retorno do investimento} = \frac{\text{Receita} - \text{custo}}{\text{custo}}$$

Segundo Gitman (2011), rentabilidade ou ROE, retorno do capital próprio mede o retorno obtido no investimento do capital dos acionistas da empresa. Quanto maior for este número melhor para os proprietários.

O índice ROE (ou *return on equity*), taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, que, conforme Kassai et al (2000), é obtido por meio da fórmula: lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido.

$$\text{Retorno sobre o capital líquido} = \frac{LL}{PL}$$

Entende-se por vendas ou receita a entrada de elementos para o ativo (direitos da organização), sob a forma de dinheiro ou direitos a receber, correspondente, normalmente, à venda de mercadorias, de produtos ou à prestação de serviços. (IUDÍCIBUS et al, 1998).

Como Patrimônio Líquido (PL) entende-se a diferença entre o valor de ativo (direitos) e do passivo (obrigações) de uma empresa, em um determinado momento. (IUDÍCIBUS et al, 1998).

### **3.1.2 Forma de análise de dados**

Para as dez variáveis levantadas, devidamente organizadas, foram encontradas os seguintes índices e valores empresa a empresa.

### 3.1.3 Dados dos demonstrativos contábeis e calculados

Os dados obtidos a partir dos demonstrativos contábeis e os respectivos valores de índices calculados para cada empresa foram:

**Tabela 3 - Dados brutos e calculados Cambuci S/A 2004 a 2011**

	CAMBUCCI S/A							
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
<b>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>								
Liquidez Corrente	0,25	0,19	0,66	11,08	4,69	4,48	6,97	10,06
Liquidez Seca	1,05	1,84	1,44	1,33	0,83	0,65	0,61	0,53
Liquidez Imediata	0,16	0,19	0,04	0,76	0,54	0,39	0,36	0,26
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	44,16%	42,60%	40,92%	86,84%	77,64%	79,48%	79,24%	79,99%
Margem Operacional Líquida	2,26%	3,92%	31,24%	-1,67%	-3,47%	-0,86%	-3,76%	-4,28%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	5,04%	23,97%	131,98%	0,00%	0,00%	0,00%	-18,22%	-19,40%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	16,61%	27,28%	312,01%	-8,52%	-16,12%	-3,83%	-23,45%	-22,52%
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>								
	-27,6%	153,30%	244,80%	-63,04%	-17,08%	N/D	N/D	N/D
<b>ÍNDICE BOVESPA (R\$)</b>								
	56754	69304	68588	37550	63886,1	44473,7	33455,9	26196,2
<b>PARTICIPAÇÃO (R\$)</b>								
	8.780.376	5.933.972	3.775.377	3.499.592	1.754.678	795.331	608.920	513.580
<b>PROPORÇÃO DA PARTICIPAÇÃO (%)</b>								
	0,006463732	0,011679192	0,018167192	0,010729822	0,036408959	0,055918856	0,054943178	0,051006659
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>								
	101.840.000,00	140.448.000,00	55.440.000,00	16.077.600,00	43.890.000,00	3.896.000,00	3.590.900,00	3.420.800,00

Fonte: Dados obtidos no site da BM&F BOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

A tabela 3 mostra redução dos índices de liquidez, ou seja, redução de recursos financeiros para saldar dívidas, redução da capacidade de liquidar suas obrigações descartando seus estoques e por fim a capacidade de liquidar dívidas de imediato.

Quanto à margem bruta e margem operacional líquida decrescem em especial nos anos de 2009, 2010 e 2011.

Os índices de rentabilidade inicialmente o ROI, demonstra queda na obtenção dos lucros por meio dos ativos, já o ROE retorno esperado pelos acionistas demonstra insuficiência. Por fim, o volume de liquidez das ações, índice Ibovespa e valor de mercado mostram queda nos valores.

**Tabela 4 - Dados brutos e calculados Grendene S/A 2004 a 2011**

GRENDENE S/A								
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
<b>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>								
Liquidez Corrente	7,91	5,84	5,82	5,68	5,94	4,64	6,17	4,77
Liquidez Seca	7,28	5,35	5,26	5,12	5,39	4,21	5,53	4,04
Liquidez Imediata	1,50	1,89	1,66	3,11	3,24	2,45	3,25	1,81
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	43,31%	40,59%	38,88%	45,23%	46,17%	44,70%	41,53%	42,22%
Margem Operacional Líquida	12,63%	12,99%	10,45%	18,26%	20,04%	15,31%	12,17%	13,57%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	13,67%	16,34%	11,06%	14,17%	17,25%	10,99%	10,76%	15,89%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	16,96%	18,65%	18,58%	19,31%	23,81%	13,79%	10,03%	9,18%
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>								
ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	6679	7629	6779	3697	6800	5169	3658	2545
PARTICIPAÇÃO (%)	0,1048	0,1159	0,1445	0,1224	0,0916	0,1669	0,3016	0,6184
PROPORÇÃO EM PONTOS	0,001569	0,001519	0,002131	0,00331	0,001772	0,003228	0,008244	0,02429
VALOR DE MERCADO (MIL HARES DE REAIS)	2.312.536.800,00	2.802.710.400,00	2.985.000.000,00	1.270.000.000,00	2.152.000.000,00	2.295.000.000,00	2.246.000.000,00	3.150.000.000,00

Fonte: Dados obtidos no site da BM&F BOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

Para a empresa Grendene S/A, conforme mostra a tabela 4, os índices de liquidez, ou seja, redução de recursos financeiros para saldar dívidas, redução da capacidade de liquidar suas obrigações descartando seus estoques e, por fim, a capacidade de liquidar dívidas de imediato tem crescido e mostrado capacidade financeira.

Quanto à margem bruta e margem operacional líquida crescem ou ainda se mantém de forma atrativa. Os índices de rentabilidade inicialmente o ROI, demonstra um padrão ou estabilidade na obtenção dos lucros por meio dos ativos, já o ROE, retorno esperado pelos acionistas, demonstra crescimento e consequentemente o retorno esperado.

**Tabela 5 - Dados brutos e calculados São Paulo Alpargatas S/A 2004 a 2011**

<b>SÃO PAULO ALPARGATAS S/A</b>								
	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
<b>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>								
Liquidez Corrente	2,37	2,59	2,11	2,20	2,51	3,57	3,87	3,49
Liquidez Seca	1,93	2,06	0,89	1,57	2,01	3,11	3,40	3,02
Liquidez Imediata	1,05	0,78	0,38	0,40	0,47	1,37	1,91	1,25
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	46,62%	45,62%	43,12%	43,94%	47,58%	46,33%	45,08%	41,54%
Margem Operacional Líquida	16,04%	14,88%	6,55%	11,83%	12,78%	13,88%	13,83%	8,05%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	38,41%	37,98%	24,76%	14,64%	16,64%	21,40%	21,29%	11,76%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	25,01%	23,03%	10,97%	17,70%	23,98%	16,71%	25,18%	17,23%
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>								
	20,80%	75,60%	226,70%	-76,60%	32,70%	89,70%	130,70%	77,40%
<b>ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)- PONTOS</b>								
	6679	7629	6779	3697	6800	5169	3658	2545
<b>PARTICIPAÇÃO (%)</b>								
	0,1667	0,1306	0,0734	0,0598	0,1532	0,2601	0,2963	0,2497
<b>PROPORÇÃO EM PONTOS</b>								
	0,002495	0,001711	0,001082	0,001617	0,002252	0,005031	0,0081	0,009811
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>								
	4.355.824.300,00	3.742.994.554,00	2.085.968.875,00	749.207.768,12	2.875.045.339,96	2.351.139.081,50	1.334.177.817,97	672.619.102,14

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

Já na tabela 5 os índices de liquidez, ou seja, redução de recursos financeiros para saldar dívidas, redução da capacidade de liquidar suas obrigações descartando seus estoques e por fim a capacidade de liquidar dívidas de imediato tem crescido e mostrado capacidade financeira.

Quanto à margem bruta e margem operacional líquida crescem ou ainda se mantêm de forma atrativa.

Os índices de rentabilidade inicialmente o ROI, demonstra um padrão ou estabilidade na obtenção dos lucros por meio dos ativos, já o ROE retorno esperado pelos acionistas demonstra crescimento e conseqüentemente o retorno esperado. Por fim, o volume de liquidez das ações, Índice de Governança corporativa e valor de mercado mostram aumento e constância na participação.

Tabela 6 - Dados brutos e calculados Vulcabrás/Azaléia S/A 2004 a 2011

	VULCABRAS/AZALEIA S/A							
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
<b>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>								
Liquidez Corrente	1,27	1,50	0,01	3,58	1,17	2,02	0,94	0,17
Liquidez Seca	0,61	0,64	0,004342	0,05	0,02	2,02	0,94	0,17
Liquidez Imediata	0,027547	0,081107	0,004302	0,001419	0,001236	0,000076	0,000129	0,002464
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	13,89%	30,81%	31,32%	38,99%	45,34%	47,03%	44,73%	42,75%
Margem Operacional Líquida	-22,82%	5,77%	8,26%	11,02%	7,18%	7,68%	5,91%	2,82%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	15,96%	25,71%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	-148,33%	22,85%	30,68%	45,08%	-5,59%	16,32%	1,19%	0,58%
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>								
ÍNDICE IBOVESPA (R\$)	56754	69304	68588	37550	63886	44474	33456	26196
PARTICIPAÇÃO (R\$)	8.780.376	5.933.972	3.775.377	3.499.592	1.754.678	795.331	608.920	513.580
PROPORÇÃO DA PARTICIPAÇÃO (%)	0,006464	0,011679	0,018167	0,010730	0,036409	0,055919	0,054943	0,051007
VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)	543.200.000,00	1.995.000.000,00	1.898.400.000,00	1.294.300.000,00	1.249.500.000,00	147.000.000,00	108.885.000,00	38.500.000,00

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

A tabela 6 mostra redução dos índices de liquidez, ou seja, redução de recursos financeiros para saldar dívidas, redução da capacidade de liquidar suas obrigações descartando seus estoques e por fim a capacidade de liquidar dívidas de imediato.

Quanto à margem bruta e margem operacional líquida decrescem em especial nos anos de 2009, 2010 e 2011; no ano de 2011 a margem operacional líquida chega a ser negativa.

Os índices de rentabilidade inicialmente o ROI, demonstram queda na obtenção dos lucros por meio dos ativos, já o ROE retorno esperado pelos acionistas, demonstra insuficiência.



#### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir dos dados obtidos nos demonstrativos contábeis das empresas e também com os dados dos índices calculados, foi possível corroborar a proposição levantada nessa pesquisa, a saber: Será que as boas práticas de Governança corporativa realmente refletem na cotação das ações e nos indicadores financeiros das empresas?

Partindo do arcabouço teórico discutido de que o alvo da Governança corporativa é incrementar o valor de mercado, apoiando-se em um conjunto de regras, procedimentos e atividades estabelecidos pelos acionistas, para a gestão superior da empresa, bem como empresas com elevados padrões técnicos e éticos de Governança corporativa valem mais do que aquelas que não se preocupam com esse aspecto fundamental para sua gestão - (RODRIGUES; MENDES, 2004) os dados obtidos e calculados atestam a teoria.

Considerando as quatro empresas aqui estudadas e partindo da análise dos índices de liquidez, é possível perceber que a empresa Grendene S/A, que está no Novo Mercado, tem capacidade de liquidar suas obrigações financeiras com maior facilidade que a empresa São Paulo Alpargatas S/A, que se encontra no Nível 1, e ainda maior facilidade diante das empresas Cambuci S/A e Vulcabrás/Azaléia S/A ambas no Mercado Tradicional, conforme demonstra a tabela 7.

Tabela 7 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índices de Liquidez

<b>GRENDENE S/A</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
<b>ÍNDICES DE LIQUIDEZ</b>								
Liquidez Corrente	7,91	5,84	5,82	5,68	5,94	4,64	6,17	4,77
Liquidez Seca	7,28	5,35	5,26	5,12	5,39	4,21	5,53	4,04
Liquidez Imediata	1,50	1,89	1,66	3,11	3,24	2,45	3,25	1,81
<b>São Paulo Alpargatas S/A</b>								
Liquidez Corrente	2,37	2,59	2,11	2,20	2,51	3,57	3,87	3,49
Liquidez Seca	1,93	2,06	0,69	1,57	2,01	3,11	3,40	3,02
Liquidez Imediata	1,05	0,78	0,38	0,40	0,47	1,37	1,91	1,25
<b>Cambuci S/A</b>								
Liquidez Corrente	0,25	0,19	0,66	11,08	4,69	4,48	6,97	10,06
Liquidez Seca	1,05	1,84	1,44	1,33	0,83	0,65	0,61	0,53
Liquidez Imediata	0,16	0,19	0,04	0,76	0,54	0,39	0,36	0,26
<b>Vulcabras/Azaleia S/A</b>								
Liquidez Corrente	1,27	1,50	0,01	3,58	1,17	2,02	0,94	0,17
Liquidez Seca	0,61	0,64	0,004342	0,05	0,02	2,02	0,94	0,17
Liquidez Imediata	0,027547	0,081107	0,004302	0,001419	0,001236	0,000076	0,000129	0,002464

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

Já analisando os índices de lucratividade e rentabilidade das empresas é possível verificar algumas discrepâncias relevantes. Na média a empresa São Paulo Alpargatas S/A que está no nível de Governança corporativa Nível 1 tem os índices de rentabilidade em melhores valores apresentados ou seja, demonstra melhor retorno do investimento feito aos acionistas, melhor rentabilidade dos investimentos sobre os ativos em menor período de tempo, em contrapartida seus índices de lucratividade são inferiores quando comparados aos da Grendene S/A que está no nível de Governança corporativa do Novo Mercado e que tem na média maiores índices de lucratividade, porém apresenta menores retornos do investimento feito aos seus acionistas, menor rentabilidade dos investimentos feitos sobre os ativos em maiores períodos de tempo.

As empresas Cambuci S/A e Vulcabrás/Azaléia S/A, ambas no mercado tradicional, apresentam na média, baixos índices de lucratividade com destaque para a empresa Vulcabrás/Azaléia S/A. Quanto aos índices de rentabilidade, tanto a empresa Cambuci S/A quanto a empresa Vulcabrás/Azaléia S/A têm valores negativos, ou seja, não demonstram no período analisado a capacidade esperada para o retorno do capital investido pelos acionistas nem o retorno feito em ativos, e os períodos para esse retorno são esdrúxulos.

A tabela 8 demonstra o comparativo dos índices de lucratividade e rentabilidade:

Tabela 8 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índices de lucratividade e rentabilidade

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
<b>GRENDENE S/A</b>								
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	43,31%	40,59%	38,88%	45,23%	46,17%	44,70%	41,53%	42,22%
Margem Operacional Líquida	12,63%	12,99%	10,45%	18,26%	20,04%	15,31%	12,17%	13,57%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	13,67%	16,34%	11,06%	14,17%	17,25%	10,99%	10,76%	15,89%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	16,96%	18,65%	18,58%	19,31%	23,81%	13,79%	10,03%	9,18%
<b>São Paulo Alpargatas S/A</b>								
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	46,62%	45,62%	43,12%	43,94%	47,56%	46,33%	45,08%	11,76%
Margem Operacional Líquida	16,04%	14,88%	6,55%	11,83%	12,78%	13,88%	13,83%	17,23%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	38,41%	37,98%	24,76%	14,64%	16,64%	21,40%	21,29%	11,76%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	25,01%	23,03%	10,97%	17,70%	23,96%	16,71%	25,18%	17,23%
<b>Cambuci S/A</b>								
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	44,16%	42,60%	40,92%	86,84%	77,64%	79,48%	79,24%	79,99%
Margem Operacional Líquida	2,26%	3,92%	31,24%	-1,67%	-3,47%	-0,86%	-3,76%	-4,28%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	5,04%	23,97%	131,98%	0,00%	0,00%	0,00%	-18,22%	-19,40%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	16,61%	27,28%	312,01%	-8,52%	-16,12%	-3,83%	-23,45%	-22,52%
<b>Vulcabras/Azaleia S/A</b>								
<b>ÍNDICES DE LUCRATIVIDADE</b>								
Margem Bruta	13,69%	30,81%	31,32%	38,99%	45,34%	47,03%	44,73%	42,75%
Margem Operacional Líquida	-22,82%	5,77%	8,26%	11,02%	7,18%	7,68%	5,91%	2,82%
<b>ÍNDICES DE RENTABILIDADE</b>								
ROI (Retorno Sobre os Investimentos)	15,96%	25,71%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ROE (Retorno Sobre o Patrimônio Líquido)	-148,33%	22,85%	30,68%	45,08%	-5,69%	16,32%	1,19%	0,58%

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

Analisando os dados de valor das ações e valor de mercado, a empresa São Paulo Alpargatas S/A tem melhor desempenho na média no valor de suas ações no período de 2004 a 2011 com 72,13%, seguida da empresa Vulcabrás/Azaléia S/A com 11,10% na média e 10,11% da empresa Grendene S/A. A empresa Cambuci S/A apresentou valores esdrúxulos.

O que vale ressaltar é que a empresa São Paulo Alpargatas está sob a classificação de Nível 1 na Governança corporativa, já a empresa Vulcabrás/Azaléia S/A está no nível de mercado tradicional, seguida pela Grendene S/A que encontra-se no Novo Mercado.

Quanto ao valor de mercado, a empresa São Paulo Alpargatas S/A apresenta maior representatividade, seguida da empresa Grendene S/A, Vulcabrás/Azaléia S/A e Cambuci, conforme mostra a tabela 9.

**Tabela 9 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Valor de liquidez das ações e valor de mercado**

<b>GRENDENE S/A</b>								
	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>	-11,30%	-2,40%	152,40%	-36,40%	-1,40%	9,30%	-24,80%	-4,50%
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>	2,312,536,800,00	2,802,710,400,00	2,985,000,000,00	1,270,000,000,00	2,152,000,000,00	2,295,000,000,00	2,246,000,000,00	3,150,000,000,00
<b>SÃO PAULO ALPARATAS S/A</b>								
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>	20,80%	75,60%	226,70%	-76,60%	32,70%	89,70%	130,70%	77,40%
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>	4.355.624.300,00	3.742.994.554,00	2.085.968.875,00	749.207.768,12	2.675.045.339,96	2.351.139.081,50	1.334.177.817,97	672.619.102,14
<b>CAMBUCCI S/A</b>								
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>	-27,6%	153,30%	244,80%	-63,04%	-17,08%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>	101,640,000,00	140,448,000,00	55,440,000,00	16,077,600,00	43,890,000,00	3,696,000,00	3,590,900,00	3,420,600,00
<b>VULCABRAS/AZALEIA S/A</b>								
<b>VOLUME DE LIQUIDEZ DAS AÇÕES</b>	-72,30%	6,90%	51,90%	17,80%	0,000035	0,00000040	42,90%	41,60%
<b>VALOR DE MERCADO (MILHARES DE REAIS)</b>	543,200,000,00	1,995,000,000,00	1,898,400,000,00	1,294,300,000,00	1,249,500,000,00	147,000,000,00	108,885,000,00	38,500,000,00

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012.

Analisando o Índice de Governança corporativa (IGC) das empresas Grendene S/A e São Paulo Alpargatas S/A pode-se notar maior participação da empresa Grendene S/A, conforme tabela 10.

**Tabela 10 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índice de Governança corporativa IGC**

<b>GRENDENE S/A</b>								
	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
<b>ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)</b>	6679	7629	6779	3697	6800	5169	3658	2545
PARTICIPAÇÃO (%)	0,1048	0,1159	0,1445	0,1224	0,0916	0,1669	0,3016	0,6184
PROPORÇÃO EM PONTOS	0,001569	0,001519	0,002131	0,00331	0,001772	0,003228	0,008244	0,02429
<b>SÃO PAULO ALPARGATAS S/A</b>								
<b>ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)</b>	6679	7629	6779	3697	6800	5169	3658	2545
PARTICIPAÇÃO (%)	0,1667	0,1306	0,0734	0,0598	0,1532	0,2601	0,2963	0,2497
PROPORÇÃO EM PONTOS	0,002495	0,001711	0,001082	0,001617	0,002252	0,005031	0,0081	0,009811

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012

Passando para análise das empresas Cambuci S/A e Vulcabrás/Azaléia S/A quanto ao índice Ibovespa pode-se perceber que a empresa Vulcabrás/Azaléia tem maior participação.

**Tabela 11 - Dados empresas analisadas período de 2004 a 2011 – Índice Ibovespa**

<b>CAMBUCI S/A</b>								
	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
<b>ÍNDICE IBOVESPA (R\$)</b>	56754	69304	68588	37550	63886,1	44473,7	33455,9	26196,2
PARTICIPAÇÃO (R\$)	8.780.376	5.933.972	3.775.377	3.499.592	1.754.678	795.331	608.920	513.580
PROPORÇÃO DA PARTICIPAÇÃO (%)	0,006463732	0,011679192	0,018167192	0,010729822	0,036408959	0,055918856	0,054943178	0,051006659
<b>VULCABRAS/AZALEIA S/A</b>								
<b>ÍNDICE IBOVESPA (R\$)</b>	56754	69304	68588	37550	63886,1	44473,7	33455,9	26196,2
PARTICIPAÇÃO (R\$)	8.780.376	5.933.972	3.775.377	3.499.592	1.754.678	795.331	608.920	513.580
PROPORÇÃO DA PARTICIPAÇÃO (%)	0,01	0,01	0,02	0,01	0,04	0,06	0,05	0,05

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012

A tabela a seguir apresenta a compilação de todos os dados apresentados das quatro empresas, consolidados em uma média ponderada do período estudado.

**Tabela 12 – Consolidação dos Indicadores das empresas analisadas período de 2004 a 2011**

	<b>CAMBUCI S/A</b>	<b>GRENDENE S/A</b>	<b>SP ALPARGATAS S/A</b>	<b>VULCABRÁS/AZALÉIA S/A</b>
Nível de Governança	Mercado Tradicional	Novo Mercado	Nível 1	Mercado Tradicional
<b>Média Ponderada no Período</b>				
Liquidez Corrente	4,80	5,85	2,84	1,33
Liquidez Seca	1,04	5,27	2,22	0,56
Liquidez Imediata	0,3363	2,3638	0,9513	0,0148
Margem Bruta (%)	66,36	42,83	44,98	36,75
Margem Operacional Líquida (%)	2,92	14,43	12,23	3,23
ROI(Retorno Sobre os Investimentos) (%)	15,42	13,77	23,36	5,21
ROE(Retorno Sobre o Patrimonio Líquido) (%)	35,18	16,29	19,98	(4,65)
Volume de Liquidez das Ações (%)	36,30	10,11	72,13	11,10
Valor de Mercado (R\$)	46.025.387,50	2.401.655.900,00	2.245.847.104,84	909.348.125,00

Fonte: Dados obtidos no site da BM&FBOVESPA nos balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado, e calculados pelo autor, 2012



## 5. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve por objetivo analisar o comportamento dos indicadores de rentabilidade e o crescimento do valor de mercado nas empresas do ramo calçadista, listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2004 a 2011.

Assim a hipótese desta pesquisa foi: A relação entre as variáveis de desempenho e ou valor de mercado das empresas utilizadas na amostra são significativamente positivas com as variáveis de Governança corporativa. Igualmente, empresas com melhor estrutura de Governança corporativa apresentam melhor desempenho e maior valor de mercado. O problema desta pesquisa foi: Será que as boas práticas de Governança corporativa realmente refletem na cotação das ações e nos indicadores financeiros das empresas?

No primeiro capítulo foram discutidos os conceitos usados na literatura para Governança corporativa, conforme Shleifer e Vishny (1997) a Governança corporativa como o conjunto de mecanismo pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento.

De acordo com Lopes (2001), a Contabilidade tem seu papel reconhecido desde os iniciais estudos de Governança corporativa, sendo de fundamental importância tanto para o estabelecimento de critérios nos contratos entre os agentes quanto para o papel de redutora da assimetria informacional.

Nesse sentido, o tema Governança corporativa originou-se com os chamados problemas de agência que surgiram com a diluição do poder das empresas, ou seja, a separação entre propriedade e controle entre acionistas e gestores, que motivou a necessidade de novos mecanismos de monitoramento e controle para as empresas.

De maneira geral, as empresas sempre foram geridas por seus proprietários, fundadores ou descendentes, porém com o crescimento da economia, e, consecutivamente, das empresas, o advento de separação entre propriedade e controle foi inevitável. Com o passar do tempo, os acionistas viam-se distantes do controle da organização e necessitava assegurar, de alguma forma, que as decisões dos gestores (controladores) estavam

alinhas com seus interesses, o que deu origem ao estudo da “Teoria da agência” (MONKS, 1998).

A base da fundamentação de Governança corporativa está refletida no entendimento da teoria da agência, sendo esse o ponto de partida para que as organizações possam desenvolver melhor estrutura de Governança corporativa, nesse sentido surgem os conflitos de agência.

Partindo desse íterim, o trabalho expôs que a Governança corporativa foi desenvolvida para sanar o denominado “conflito de agência”, existente quando da separação entre a propriedade e a gestão empresarial.

Como foi destacado por Jensen e Meckling (1976), o princípio básico é que, se as partes em um relacionamento principal-agente buscam maximizar sua função utilidade, nem sempre o agente vai agir no melhor interesse do principal.

Na sequência da leitura foi possível entender que os modelos de Governança corporativa são divididos em dois grandes grupos: Modelo Anglo-Americano e Modelo Germânico-Japonês.

O modelo Anglo-Americano ou Anglo-Saxônico é caracterizado por empresas com propriedade dispersa entre vários acionistas. O poder individual dos acionistas é fraco devido à parcela pequena de propriedade.

Já o modelo Germânico-Japonês ou Nipo-Germânico é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações e a administração, normalmente, está sob maior monitoramento.

Os princípios da Governança corporativa foram abordados nesse trabalho partindo da publicação feita pela OECD (*Organization for Economic Co-Operation and Development*, 2004), que fez a publicação dos Princípios Fundamentais sobre Governança corporativa, considerados pela organização como base relevante para uma eficaz Governança corporativa.

Para o IBGC (2009) o Código das Melhores Práticas de Governança corporativa, desenvolvido a partir dos principais códigos internacionais, fundamenta-se nas seguintes bases:

- Transparência (*Disclosure*);
- Equidade (*Fairness*);
- Prestação de Contas (*Accountability*);

- Responsabilidade Corporativa

Partindo do raciocínio dos princípios da Governança corporativa, foi possível abranger as questões que envolvem os mecanismos da Governança corporativa as quais nas palavras de Silveira (2010), um sistema de Governança corporativa é considerado eficiente quando combina diferentes mecanismos internos e externos a fim de assegurar decisões no melhor interesse de longo prazo dos acionistas. Dessa forma os mecanismos de Governança corporativa podem ser classificados como interno e externo.

Sendo assim, a Governança corporativa no Brasil, como em qualquer outro país, tem sido influenciado por meio de um conjunto de forças externas e internas, que interferem direta ou indiretamente nos valores, princípios e modelos praticados. Apesar da forte influência dos países anglo-saxões, nas práticas de Governança corporativa brasileira, o mercado de ações diverge pelo porte e dinâmica do mercado de capitais e das estruturas de propriedade apresentadas.

Ainda com o olhar voltado ao Brasil, foi observado o fortalecimento da abertura financeira ocorrida nos anos 90, a possibilidade da entrada de investidores internacionais e a compra de papéis nacionais diretamente no país, e também nos mercados financeiros internacionais, foram abordados nesse trabalho. A partir desse período pôde-se observar que a entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996 (CARVALHO, 2000). A massificação da entrada de capitais estrangeiros refletiu em um crescimento expressivo no valor das ações e volumes negociados em bolsa. Conforme Carvalho (2000), a capitalização bursátil em proporção do PIB saiu de uma taxa de 3,5% em 1990 para uma taxa de 30,9% em 1999. O volume total negociado em proporção do PIB saiu de 1,1% para 12,1%.

Teixeira (2004) ainda analisa que o mercado de capitais brasileiro reflete uma realidade dúbia, visto que apresenta um lado extremamente sofisticado relativo a sua estrutura operacional e capacidade de movimentação de recursos financeiros, e outro lado pouco desenvolvido que trata da habilidade de financiar o investimento de longo prazo.

Atingindo o ponto central do arcabouço teórico explanado, nesse trabalho, Santana (2001) define os principais benefícios na implementação do Novo Mercado e dos Níveis diferenciados de Governança corporativa para as empresas podendo ser: a melhoria da imagem institucional; maior demanda pelas ações; maior visibilidade; menor custo de capital; maior valorização das ações. O autor também entende que os melhores benefícios para os acionistas podem ser apresentados como: maior segurança nos direitos societários; maior precisão nos preços das ações; melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização; redução do risco para o país; canalização de mais poupança para a capitalização das companhias; investimento mais seguro e diversificado; empresas mais fortes e competitivas e dinamização da economia.

As empresas listadas no Novo Mercado possuem os mais elevados padrões de Governança corporativa propostos pela BM&FBOVESPA. Relevante frisar que as companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações ordinárias (ON), as quais têm o direito de voto. Não menos relevante observar que as companhias, ao decidirem abrir seu capital, tomem a decisão de integrar o segmento do Novo Mercado, haja vista que as mudanças na estrutura de capital são relevantes.

O setor escolhido para análise dessa pesquisa compreende o calçadista, pois segundo a Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (ABICALÇADOS, 2012) o mercado calçadista brasileiro vem apresentando, nas últimas quatro décadas, um relevante papel na história do calçado. Com o status de maior país da América Latina na produção de calçados e um dos mais destacados fabricantes de manufaturados de couro, detém o terceiro lugar no ranking dos maiores produtores mundiais. Além desse ótimo desempenho, possui uma relevante participação na fatia de calçados femininos aliando preços competitivos com qualidade. Sua participação no mercado externo também é algo para alguns créditos, observando embarques para mais de uma centena de países, sendo confirmada sua capacitação para atuar fora do país.

Para auxiliar na interpretação dos resultados, os indicadores financeiros foram utilizados, pois, conforme Ross, Westerfield, Jaffe (2002), em geral, uma empresa é rentável no sentido econômico, somente quando sua rentabilidade é

maior do que aquela que os investidores podem conseguir, por si mesmos, no mercado de capitais.

Gitman (2010, p. 620) corrobora com essa ideia quando diz: “a lucratividade, neste contexto, é a relação entre receitas e custos gerada pelo uso dos ativos da empresa (circulantes e permanentes) nas suas atividades produtivas.”

Dessa forma, pode-se dizer que a rentabilidade é uma medida de desempenho empresarial que tanto pode ser representado por uma grandeza absoluta, como, por exemplo, o lucro ou a geração de caixa, quanto pode ser dimensionada por uma grandeza relativa, servindo de exemplo à comparação do lucro com o investimento que fomentou sua geração.

Em termos gerais, rentabilidade é a medida de quanto é eficiente uma empresa na utilização de seus ativos e na administração de suas operações. Para avaliar essa eficiência Ross, Westerfield, Jaffe (2002) sugerem as seguintes medidas tradicionais: margem de lucro; retorno sobre os ativos; retorno sobre o capital próprio; índice de *payout*.

Já os índices de rentabilidade, também conhecidos como índices de retorno ou de lucratividade, indicam o retorno que a empresa está proporcionando para os investidores em determinado período. Esses índices podem estar relacionados tanto ao retorno operacional ou financeiro da empresa e podem ser obtidos por meio da análise das demonstrações contábeis.

O universo estudado nesta pesquisa foi o setor calçadista composto por quatro empresas as quais são de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

Considerando-se que quando adotada as práticas de Governança corporativa é possível ter rentabilidade no mercado de ações refletidas por meio de indicadores financeiros, foram pesquisadas empresas listadas na BM&FBOVESPA (2012) do setor calçadista no período de 2004 a 2011.

O critério de escolha das empresas foi não probabilístico e por conveniência, pois a seleção das empresas aqui estudadas foi escolhida pelo próprio autor, por serem de capital aberto e divulgarem seus dados contábeis, além da representatividade apresentada pelo setor. (MALHOTRA, 2001).

As empresas analisadas foram: Cambuci S/A, Grendene S/A, São Paulo Alpargatas S/A, Vulcabrás/ Azaléia S/A. As informações de volume de liquidez das ações, índice Ibovespa, valor de mercado, e índice de Governança corporativa (IGC) foram extraídos das informações disponibilizadas pelos relatórios da BM&FBOVESPA.

As variáveis de índices de liquidez, a saber, liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata, bem como os índices de lucratividade, a saber, margem bruta e margem operacional líquida foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados divulgados.

Assim como, as variáveis de ROI (retorno sobre investimento), ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) foram calculadas a partir dos dados dos balanços patrimoniais.

Para a segunda fase desta pesquisa adotou-se método descritivo com o uso de dados secundários. Porém, para as empresas Grendene S/A e São Paulo Alpargatas S/A foi usada a informação do IGC (índice de Governança corporativa), pois a empresa Grendene S/A está no Novo Mercado e a empresa São Paulo Alpargatas S/A está no Nível 1 e portanto são pontuadas por esse índice.

No entanto, as empresas Cambuci S/A e Vulcabrás/Azaléia S/A são empresas listadas pela Governança corporativa no Mercado Tradicional, assim para essas duas empresas foi adotado o índice Ibovespa para mensurar sua participação.

Para as variáveis levantadas, devidamente organizadas, foram encontrados os seguintes resultados, empresa a empresa, quanto à preposição levantada, a saber: Será que as boas práticas de Governança corporativa realmente refletem na cotação das ações e dos indicadores financeiros das empresas?

Analisando apenas os índices de liquidez corrente, seca e imediata, estudados no período da pesquisa, há a corroboração da hipótese, pois a Grendene S/A, empresa situada no Novo Mercado, tem os melhores resultados em relação às demais empresas do setor pesquisadas. Por outro lado, nesse mesmo período, a Cambuci S/A, dimensionada no Mercado Tradicional, apresenta variação superior, especificamente no índice de Liquidez Corrente,

ao da São Paulo Alpargatas S/A, que está segmentada no Nível 1 de Governança corporativa. Resultado esse que refuta a hipótese de pesquisa se visualizado e comparado somente com esse recorte citado.

O resultado encontrado referente à Margem Bruta identifica uma sensível diferença da Cambuci S/A em relação às outras empresas. Contudo, a Margem Operacional Líquida, que considera o quociente do Lucro antes dos Juros com Impostos, e tem maior relevância devido a esse critério, define a Grendene S/A com melhor resultado, corroborando novamente com a hipótese, se analisada somente por esse critério.

Comparando o Retorno sobre os Investimentos ou sobre os Ativos nota-se que a São Paulo Alpargatas S/A, leva vantagem em relação a todas as outras empresas, definindo que essa empresa teve, para o período estudado, melhor desempenho no quesito investimento. Essa comparação evidencia, novamente, a incompatibilidade entre as boas práticas de Governança corporativa e o reflexo nos indicadores financeiros. Incompatibilidade essa reafirmada quando é observado o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, indicador importante aos acionistas.

O ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), para o setor estudado, demonstrou que Cambuci S/A, apesar de estar somente no Mercado Tradicional, apresentou relevante vantagem em relação às outras empresas. É importante salientar que em 2009 essa mesma empresa apresentou um aumento expressivo desse índice, o que elevou o resultado final.

O volume de liquidez das ações indicado pela São Paulo Alpargatas S/A é uma importante evidência apresentada para rejeitar a hipótese deste estudo. Importante frisar que apesar do valor de mercado da Grendene S/A ter relevante destaque, no universo pesquisado, não há uma homogeneidade de dados que justifiquem efetivamente a comprovação de que as melhores práticas de Governança corporativa reflitam na cotação das ações e nos indicadores financeiros.

A relevância do estudo foi o de contribuir na discussão dos reais efeitos da Governança corporativa no valor das empresas. As evidências aqui apresentadas sugerem que não há provas efetivas que comprovem esses

efeitos. Outrossim, há limitações quanto a pesquisa e que serão relatadas no próximo item deste capítulo.

## **5.1 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES FUTURAS**

A primeira limitação que se apresenta é referente à quantidade de empresas estudadas. É sabido que o universo de quatro empresas pode comprometer a veracidade de fatos, assim, estudar um espaço amostral mais significativo pode propiciar melhores resultados.

A segunda limitação ou sugestão refere-se à questão da análise dos dados. Outros indicadores mais aprofundados e métodos estatísticos podem apresentar resultados mais evidentes para a pesquisa.

O uso de dados secundários como os valores disponíveis nos demonstrativos contábeis publicados pela BM&FBOVESPA podem não ter demonstrado o real significado dos valores para esta pesquisa.

Apesar de serem empresas de capital aberto e atuarem no mesmo segmento calçadista, analisar se estas empresas têm grau de importância diferente para o mercado calçadista, ou seja, buscar junto ao mercado ou consumidor o valor de marca e ocupação de mercado.

Estudar as expectativas do governo em relação a este setor, fazendo levantamento de informações passadas com o objetivo de um cenário futuro para o acionista.

Aprofundar-se no quanto a existência das normas de Governança corporativa estão efetivamente contribuindo para esse setor. E se o mesmo não poderia pensar na possibilidade de fusões e aquisições.

Estes são assuntos que merecem consideração por propiciarem contribuição à ciência e atribuir novos paradigmas às organizações com a finalidade de melhorar o desenvolvimento como um todo.



## 6. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS INDÚSTRIAS DE CALÇADOS (ABICALÇADOS). Disponível em: <<http://www.abicalcados.com.br>> Acesso em: 20 jul. 2012.

AKDERE, Mesut; AZEVEDO, Ross E. Agency theory implications for efficient contracts in organization development. **Organization development journal**. Chesterland, v. 24, n. 2, p. 43-54, Summer 2006.

ANDRADE, Adriana, ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa – Fundamentos, Desenvolvimentos e Tendências**, 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

\_\_\_\_\_. **Estrutura e Análise de Balanços: Um enfoque Econômico Financeiro**, 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2012

BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **Estrutura de capital e valor da empresa no contexto da assimetria de informação e relação de agência: um estudo empírico**. Dissertação 2001. (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BRIGHAM, Eugene F; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARVALHO, Antonio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, nº 3, jul/set. 2002.

CARVALHO, Antonio Gledson. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. **FIPE USP**, Working Paper, São Paulo: 2000.

CAVALCANTI, Francisco da Silva, MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v.23, n.3, p. 70-74, 1994

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Cartilha de Governança, Julho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 20 jul. 2012.

CORRÊA, V.P; ALMEIDA FILHO, N. Engrenagem macroeconômica: inserção subordinada a custos de reversão para a economia brasileira. VII Encontro Nacional de Economia Política. **Anais...**, Florianópolis, 2003

DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **Mecanismos de governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. Tese 2009. (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Bookman, 2009.

\_\_\_\_\_. **Gestão estratégica do risco**: Uma referência para tomada de riscos empresariais. Wharton School Publishing, Porto Alegre: Bookman, 2009

DISCLOSURE DAS TRANSAÇÕES FINANCEIRAS. **Novo mercado e níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA**. São Paulo: Finance Treinamento e Publicações, ano IX, ed. 95, set. 2003

DOMINGOS, André Luis Reis Dima. **Índice de Governança corporativa: a variação das empresas brasileiras em função das expectativas de mercado**. Dissertação 2009. (Mestrado em Gestão Administração). Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Toben e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 07, nº 4, outubro/dezembro 2000.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**, 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**, 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira**, 12ª ed. São Paulo: Pearson Education, 2010.

GREGÓRIO, Jaime. **Análise comparativa da rentabilidade do setor bancário privado atuante no Brasil no período de 1997 à 2004**. Dissertação 2005. (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em : 18 ago 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. A contabilidade no meio econômico e administrativo. **Revista de Contabilidade – CRCSP**. São Paulo: CRCSP, ano IV, n 13, p. 18-23, set. 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Curso de Contabilidade para não contadores**, 7ª Ed. São Paulo: Atlas, 2011

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das sociedades por ações**. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1ª ed. Harvard University Press, 2001. 320 p.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**., v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976

KASSAI, José Roberto et al. **Retorno do investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2005

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Índice de Especulação do Valor Agregado - IEVA. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, n. 30, set./dez. 2002.

LOPES, Alexandre B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002

\_\_\_\_\_. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: Modelo de OHLSON aplicado a BOVESPA**. Tese 2001. (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

LOPES, Alexandre Brodel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005

MALACRIDA, Maria Jane Contrera; YAMAMOTO, Maria Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças**, USP, Edição comemorativa, p. 65-79, Setembro de 2006.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos, 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2012

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2002

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial, 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010

MATTEDI, Leonardo Giuberti. **Como a Governança corporativa pode ajudar no fortalecimento do mercado de capitais brasileiro**. Dissertação 2006. (Mestrado Profissionalizante). Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade IBMEC, Rio de Janeiro.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama da Governança corporativa no Brasil, 2001**. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/documents/kf\\_mck\\_governan.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf)> Acesso em: 13 jul 2012

MENDES, Gilmar de Melo; RODRIGUES, Jose Antonio. **Governança corporativa**: estratégia para geração de valor. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO (MDIC). Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/sitio/>> Acesso em: 05 mai 2012.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO (MTE). Disponível em: <<http://portal.mte.gov.br/portal-mte/>> Acesso em: 22 abr 2012.

MONKS, Robert A. G. **The emperor's nightingale**. Oxford: Casptone, 1998.

**Níveis de Governança corporativa** – conheça os níveis 1 e 2 da Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>> Acesso em: 06 jul 2012.

**Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>> Acesso em: 06 jul 2012.

NOSSA Valcemiro; KASSAI, José Roberto; KASSAI, Silvia. A Teoria do Agenciamento e a Contabilidade. In. Encontro Anual da Associação Nacional de Pós Graduação em Administração – ENANPAD. Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000. CD-ROM

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). OECD Principles of Corporate Governance – 2004 Edition. Disponível em: <<http://www.oecd.org>> Acesso em : 01 fev 2012.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, Governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Dissertação, 2003. (Mestrado em Administração). Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças. **Governança corporativa na prática: Integrando Acionistas, Conselho de Administração e Diretoria Executiva na Geração de Resultados**. São Paulo: Atlas, 2006.

PELLICANI, Aline Damasceno. **Governança corporativa e restrição financeira nas decisões de investimento**. Dissertação 2011. (Mestrado – Programa de Pós-Graduação e Área de Concentração em Economia, Organizações, e Gestão do Conhecimento). Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos.

RAPPAPORT, Alfred. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001

RELAÇÃO ANUAL DE INFORMAÇÕES SOCIAIS (RAIS). Disponível em: <<http://www.rais.gov.br/>> Acesso em: 19 set 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, RANDOLPH W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**, 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002

ROZO, José Danúbio. **Relação entre mecanismos de Governança corporativa e medidas de performance econômica da empresas brasileiras integrantes do Índice Brasil da Bolsa de Valores de São Paulo**. Tese 2003 (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade e Atuária. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

SANTANA, M. H. O Novo Mercado e a Governança corporativa. **Revista da CVM**. São Paulo, p. 4-8, dez. 2001.

SANTOS, Hermes Mendes; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Governança corporativa e Estratégia Organizacional: Um Estudo do Funcionamento do Contexto Brasileiro. In: COSTA, Benny Kramer; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de (Coord). **Estratégia: perspectivas e aplicações**. São Paulo: Atlas, 2002, p. 269-285.

SARLO Neto, Alfredo. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. Tese 2009 (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SECRETARIA DO COMERCIO EXTERIOR (SECEX). Disponível em: <<http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=1&menu=1695>> Acesso em: 02 mar 2012.

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

SIFFERT FILHO, N. F. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, nº 9. Jun. 1998.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa das empresas**: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese 2004 (Doutorado em Administração). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa**: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul, 2005

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010



SIRQUEIRA, Aieda Batista. **Governança corporativa e otimização de portfólios**: a relação entre risco e retorno e boas prática de governança. Dissertação 2007 (Mestrado – Programa de Pós-Graduação e Área de Concentração em Engenharia de Produção). Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos.

SOLOMON, Ezra. **Teoria da administração financeira**. Rio de Janeiro: Zahar, 1969

TEIXEIRA, N. **Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais Brasileiro**. Seminários ANBID de Mercado de Capitais, 2004. São Paulo: ANBID, 2004.

TEIXEIRA, Sarah Chinarelli. **A relação entre a adoção de práticas recomendadas de Governança corporativa e o nível de evidenciação**. Dissertação 2010. (Mestrado em Administração). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. Mercado de capitais e Governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. Fórum Banco do Nordeste, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, **Anais...**, Julho de 2002.