

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

Daniel da Silva de Souza

**NOVOS MERCADOS DA BOVESPA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
Um estudo sobre rentabilidade e valorização**

**Porto Alegre
2010**

Daniel da Silva de Souza

**NOVOS MERCADOS DA BOVESPA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
Um estudo sobre rentabilidade e valorização**

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

Orientador: Prof. Roberto Lamb

**Porto Alegre
2010**

Daniel da Silva de Souza

**NOVOS MERCADOS DA BOVESPA E GOVERNANÇA CORPORATIVA:
Um estudo sobre rentabilidade e valorização**

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

Conceito Final:

Aprovado em _____ de _____ de _____.

Banca Examinadora

Prof.

Orientador – Prof. Roberto Lamb

AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, ao Prof. Roberto Lamb pela atenção disponibilizada e pela orientação prestada para a realização deste trabalho, permitindo que mais um objetivo pessoal e profissional pudesse ser alcançado.

Ainda, presto meus agradecimentos a Daniel Ferrão e a Radaés Picoli, que, além de grandes amigos, foram meus colegas de graduação e sempre me incentivaram e me apoiaram em meus trabalhos e estudos.

Agradeço também à minha namorada, Marina Wunsch, pelo carinho e pela compreensão promovidos ao longo da realização deste trabalho, fazendo com que as dificuldades e obstáculos fossem mais facilmente superados.

Por fim e em especial, gostaria de prestar os sinceros agradecimentos aos meus pais, Tânia Silva e Rudimar Souza, por todo o amor, incentivo, compreensão e motivação dedicados para que mais uma conquista pudesse ser concretizada. Eu acredito fortemente que, sem a ajuda deles, esse sonho não poderia ser realizado.

RESUMO

A adoção de boas práticas de governança corporativa permite aumentar o valor de uma empresa e contribui para um bom funcionamento e longevidade desta. Este estudo procurou estudar o desempenho dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), bem como o de uma amostra de empresas de cada um desses segmentos diferenciados, quanto às suas rentabilidade e valorização. Esses resultados foram comparados com os apresentados pelo Mercado Tradicional e pelo Ibovespa. Para tanto, foram utilizados índices financeiros de rentabilidade, lucratividade e valorização e feitas análises estatísticas quanto ao retorno médio diário das ações das empresas estudadas. Verificou-se que, após análise estatística dos retornos médios, as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram valores ligeiramente maiores do que os expostos pelo Mercado Tradicional e pelo Ibovespa. Quanto à análise dos indicadores financeiros, constatou-se efeito contrário ao encontrado na análise estatística: o Mercado Tradicional apresentou resultados superiores aos evidenciados pelos Níveis 1 e 2 e pelo Novo Mercado.

Palavras-chave: governança corporativa; Bovespa; mercado de capitais; rentabilidade; valorização.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Custos de agência: os atribuíveis aos gestores e os incorridos pelos acionistas.....	17
Tabela 1 – Hipóteses de controle da companhia com diferentes composições de ações com e sem direito a voto.	19
Quadro 2 – Forças de controle dos conflitos e dos custos de agência e das assimetrias de direitos e de poder.....	20
Tabela 2 – Volume financeiro negociado na Bovespa.	23
Gráfico 1 – Evolução mensal do Ibovespa.....	24
Tabela 3 – Novas adesões a algum nível de governança corporativa e mudanças de nível.....	25
Quadro 3 – Comparativo dos segmentos de listagem da Bovespa.....	29
Quadro 4 – Novas regras de governança corporativa da Bovespa para o Novo Mercado.....	30
Tabela 4 – Comparação das médias anuais de retorno diário médio, dos desvios-padrão e dos coeficientes de variação dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.....	40
Gráfico 2 – Retorno diário médio dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.....	42
Gráfico 3 – Desvio-padrão médio dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.	43
Gráfico 4 – Coeficiente de variação dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.....	45
Tabela 5 – Resultados estatísticos finais dos segmentos da Bovespa.....	45
Tabela 6 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Mercado Tradicional da Bovespa.	47
Gráfico 5 – Resultados financeiros do Mercado Tradicional.	54
Tabela 7 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Nível 1 da Bovespa.....	55
Gráfico 6 – Resultados financeiros do Nível 1.....	62
Tabela 8 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Nível 2 da Bovespa.....	63
Gráfico 7 – Resultados financeiros do Nível 2.....	69
Tabela 9 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa.	70
Gráfico 8 – Resultados financeiros do Novo Mercado.	77
Tabela 10 – Resultados financeiros finais dos segmentos da Bovespa.	78
Gráfico 9 – Resultados financeiros finais dos segmentos da Bovespa.....	79

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO	10
1.2 JUSTIFICATIVA	11
1.3 OBJETIVOS	12
1.3.1 Objetivo geral.....	13
1.3.2 Objetivos específicos.....	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	14
2.1.1 Teoria e conflitos de agência.....	15
2.1.2 Custos de agência.....	16
2.1.3 Assimetria de direitos e forças de controle.....	18
2.1.4 Governança corporativa no Brasil.....	21
2.2 BOVESPA	22
2.2.1 Ibovespa.....	23
2.2.2 Níveis de governança corporativa da Bovespa	24
2.2.2.1 Mercado Tradicional da Bovespa	26
2.2.2.2 Nível 1	26
2.2.2.3 Nível 2	27
2.2.2.4 Novo Mercado	28
2.3 ANÁLISE FINANCEIRA	30
2.3.1 Índices de rentabilidade	31
2.3.1.1 Margem de lucro.....	31
2.3.1.2 Retorno do ativo	32
2.3.1.3 Retorno do capital próprio.....	32
2.3.2 Índices de valor de mercado	33
2.3.2.1 Lucro por ação	33
2.3.2.2 Dividend yield	33
2.4 ANÁLISE ESTATÍSTICA	34
2.4.1 Média aritmética.....	34

2.4.2 Desvio-padrão	35
2.4.3 Coeficiente de variação	35
3 METODOLOGIA.....	36
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	38
4.1 RESULTADOS ESTATÍSTICOS	39
4.1.1 Retorno médio.....	40
4.1.2 Desvio-padrão médio.....	42
4.1.3 Coeficiente de variação	43
4.1.4 Resultados estatísticos finais.....	45
4.2 RESULTADOS FINANCEIROS	46
4.2.1 Empresas do Mercado Tradicional.....	47
4.2.1.1 Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás.....	48
4.2.1.2 Cia Siderúrgica Nacional.....	49
4.2.1.3 Cia Bebidas das Américas – Ambev	50
4.2.1.4 Tim Participações S.A.	51
4.2.1.5 Tele Norte Leste Participações S.A. – Telemar.....	52
4.2.1.6 Souza Cruz S.A.	53
4.2.1.7 Resultados do Mercado Tradicional	53
4.2.2 Empresas do Nível 1	55
4.2.2.1 Vale S.A.	56
4.2.2.2 Itaú Unibanco Holding S.A.	57
4.2.2.3 Banco Bradesco S.A.	58
4.2.2.4 Usinas Sid. De Minas Gerais – Usiminas.....	59
4.2.2.5 Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG	60
4.2.2.6 Braskem S.A.	60
4.2.2.7 Resultados do Nível 1.....	61
4.2.3 Empresas do Nível 2	62
4.2.3.1 Saraiva S.A. Livreiros Editores	64
4.2.3.2 ALL América Latina Logística S.A.	64
4.2.3.3 NET Serviços de Comunicação S.A.....	65
4.2.3.4 TAM S.A.	66
4.2.3.5 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.	67

4.2.3.6 Marcopolo S.A.	68
4.2.3.7 Resultados do Nível 2.....	69
4.2.4 Empresas do Novo Mercado.....	70
4.2.4.1 Banco do Brasil S.A.	71
4.2.4.2 BRF – Brasil Foods S.A.	72
4.2.4.3 PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações	73
4.2.4.4 Redecard S.A.	74
4.2.4.5 Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica	75
4.2.4.6 JBS S.A.....	75
4.2.4.7 Resultados do Novo Mercado.....	76
4.2.5 Resultados financeiros finais	77
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	80
REFERÊNCIAS	85
OUTRAS REFERÊNCIAS CONSULTADAS.....	86

1 INTRODUÇÃO

O capitalismo, ao longo dos séculos, passou por um processo de evolução e transformação que eclodiu no surgimento do mundo corporativo moderno. A partir da idéia de maximização dos lucros, muitas empresas constituíram-se com o decorrer do tempo, baseadas, principalmente, em conceitos-chave da microeconomia e também de pensadores, como Adam Smith. A evolução desse sistema capitalista, que passou por acontecimentos históricos, como a ética calvinista, a Revolução Industrial e o desenvolvimento da ciência da administração (ANDRADE e ROSSETTI, 2006), possibilitou o surgimento de enormes impérios do capitalismo e de grandes corporações.

As grandes companhias, diante de seu crescimento expansivo ao longo dos anos, passaram a se deparar com questões até então inexistentes, como o processo de diluição do capital de controle e o processo de sucessão. Grandes empresas controladas por um único proprietário ou, então, por um pequeno grupo de sócios deram lugar às sociedades anônimas, o que fez com que, em tese, o financiamento de seu crescimento fosse feito através da subscrição pública de novas emissões de capitais. Além disso, o falecimento de fundadores das empresas e a preocupação com a linha sucessória, o aumento do número de investidores no mercado de capitais e os processos de fusão das grandes companhias desencadearam uma nova situação diante do mundo corporativo: a separação entre propriedade e gestão, o alicerce principal para o surgimento da governança corporativa, abordado por Berle e Means¹ (*apud* SAITO e SILVEIRA, 2008).

A figura do gestor surgiu como resposta à descentralização do poder da empresa decorrente das situações acima evidenciadas, posicionando o gestor no topo do mundo corporativo. Os objetivos deixaram de se ater apenas à maximização dos lucros e passaram a contemplar os objetivos dos administradores e de quem pudesse ter interesse no negócio da empresa.

Diante dessa relação, emanaram os conflitos de interesses e os custos atrelados a esses conflitos. De acordo com Saito e Silveira (2008, p. 80), que definem o proprietário da empresa como principal e o seu gestor como agente, “se ambas as partes agem tendo em vista

¹ BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

a maximização de suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal”.

A governança corporativa surgiu como um conjunto de boas práticas e condutas exigido pelos acionistas com o objetivo de corrigir quaisquer desvios de condutas e deficiências gerenciais. Com um controle cada vez maior das empresas por parte dos gestores devido à grande expansão das sociedades anônimas e à verdadeira facilidade com que os acionistas podem obter ou vender a sua parte da empresa (liquidez), a governança aparece no cenário corporativo como uma ferramenta através da qual grupos de interesse organizados, como investidores institucionais, podem atuar contra práticas viciosas e questionáveis de gestores e até mesmo de acionistas majoritários que busquem benefício próprio à custa dos outros acionistas.

As boas práticas de governança corporativa foram disseminadas por todo o mundo, não sendo diferente no Brasil: diversas empresas passaram a adotar tais práticas com o objetivo de torná-las mais transparentes e menos corruptas. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) desenvolveu segmentos diferenciados de governança corporativa para empresas, estipulando regras e limites para cada um deles, de modo a existir uma padronização para as organizações. Assim, ao aderirem a estes segmentos, as empresas demonstram qual o grau de adequação possuem quanto às práticas de governança corporativa.

Este trabalho, portanto, procura verificar se há uma relação entre o grau de governança corporativa das empresas com base nos segmentos da Bovespa e a rentabilidade e a valorização das ações negociadas nesse mercado.

1.1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

Atualmente, muito se sabe a respeito da importância de se adotar boas práticas de governança corporativa. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), tais práticas permitem o alinhamento de interesses, procurando preservar e aumentar o valor de uma empresa, contribuindo, num âmbito geral, para o seu bom funcionamento e longevidade. Para tanto, é fundamental que haja o envolvimento de acionistas, conselho de administração, diretoria e de órgãos de controle.

Reformas legislativas que busquem adotar regras de governança corporativa normalmente encontram obstáculos, principalmente no que se refere ao controle dos acionistas majoritários frente aos minoritários, visto que há um choque entre os interesses dos principais grupos econômicos. Diante dessa situação, a criação de mecanismos de adesão voluntária às boas práticas de governança corporativa, como os segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa, surge como alternativa aos obstáculos legais.

A Bovespa possui hoje três segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Cada um desses níveis estipula requisitos para as empresas, caso queiram aderir a esses segmentos. Indiscutivelmente, tais empresas incorrem em custos para que possam pertencer a esses segmentos da Bovespa, mas qual seria a vantagem dessa adesão?

O tema de estudo deste trabalho é o estudo dos efeitos da adesão das empresas aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa no que tange a dois aspectos: rentabilidade e valorização. Para tanto, far-se-á uma análise dos indicadores de rentabilidade, lucratividade e valorização das ações das empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado, bem como no mercado tradicional da Bovespa, comparando-se os resultados obtidos entre esses segmentos e com o índice da Bovespa, o Ibovespa.

Alguns estudos baseados em modelos econométricos, como o realizado por Carvalho (2010), demonstram que a migração para os segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa gera impacto sobre a valorização das ações, aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez, sendo esse último efeito também observado por Procianoy e Verdi (2009).

O estudo possibilitará avaliar o desempenho das empresas selecionadas e verificar se existe algum benefício para essas em termos de rentabilidade e valorização de suas ações por adotarem medidas de adequação às normas de governança corporativa.

1.2 JUSTIFICATIVA

As grandes corporações do mundo moderno, que levaram anos até chegarem ao patamar onde se encontram, passaram por transformações significativas, que envolvem,

dentre outros, as fases de empreendedorismo, expansionismo e fragmentação, conforme Andrade e Rossetti (2006). Durante todas essas mudanças, os métodos e procedimentos de gestão aperfeiçoaram-se de maneira tal que o objetivo das empresas deixou de se limitar a apenas maximizar o lucro dos acionistas e passou aos interesses dos demais interessados no negócio das empresas.

A governança corporativa surge, no mundo corporativo atual, como uma ferramenta para que se possam administrar os eventuais conflitos de interesse existentes nas organizações. Segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 18),

Um bom sistema de governança corporativa ajuda a fortalecer as empresas, reforça competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas da criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Embora esses conceitos comecem a fazer sentido diante de todo o contexto em que se encaixam, o estudo sobre governança corporativa possui um histórico recente. Isso pode ser evidenciado pelo surgimento do IBGC e pela criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, que acabaram por ocorrer apenas nas últimas duas décadas.

Assim, constata-se que o assunto, dada a sua relevância e importância perante o cenário corporativo atual, deve ganhar uma abordagem maior, procurando levar adiante os estudos e idéias até então desenvolvidos.

O presente trabalho justifica-se pelo interesse no comportamento dos resultados obtidos quando da adoção de boas práticas de governança corporativa. Este trabalho dá continuidade ao desenvolvido por Barbosa (2008), podendo expor eventuais mudanças quanto ao desempenho das empresas no cenário atual e servindo de comparação quanto aos resultados obtidos.

1.3 OBJETIVOS

A seguir, serão descritos os objetivos a que este trabalho visa atender. Primeiramente, será enunciado o objetivo central do presente trabalho. Por fim, serão abordados os objetivos específicos.

1.3.1 Objetivo geral

Este trabalho visa identificar o comportamento, em termos de rentabilidade, lucratividade e valorização das ações, de uma amostra de empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e estabelecer uma comparação em relação a uma amostra de empresas do Mercado Tradicional da referida bolsa de valores e também em relação ao Ibovespa.

1.3.2 Objetivos específicos

- a) Verificar o desempenho das empresas que foram selecionadas na amostra;
- b) Avaliar as diferenças existentes entre o desempenho das empresas que compõem as amostras de cada nível de governança corporativa;
- c) Comparar o desempenho das amostras referentes aos diferentes segmentos de governança corporativa da Bovespa com o Mercado Tradicional e o Ibovespa;
- d) Analisar e associar as diferenças e desempenhos encontrados com os fatores e conceitos encontrados na fundamentação teórica.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A seguir, será apresentado o embasamento teórico utilizado neste trabalho, contemplando os seguintes assuntos: governança corporativa, Bovespa, análise financeira e análise estatística.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme abordado anteriormente, a governança corporativa é um campo que, apesar de ser a preocupação de estudiosos do século passado, passou a ser analisado com mais atenção apenas nas últimas décadas. As preocupações existentes em relação aos conflitos entre acionistas e gestores, e majoritários e minoritários abriram espaço para estudos e discussões sobre práticas para lidar com a complexidade atual do mundo corporativo.

O conceito de governança corporativa não é unânime, havendo, portanto, uma variedade de definições para o termo. Segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 138), os conceitos podem ser reunidos em quatro grandes grupos, a saber:

Guardião de direitos das partes com interesses em jogo;
Sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas;
Estrutura de poder que se observa no interior das corporações;
Sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas.

Ainda, segundo os mesmos autores (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p. 141),

Partindo de uma concepção que define sua abrangência, a governança corporativa é um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo:

- a) Propósitos dos proprietários;
- b) Sistema de relações proprietários-conselho-direção;
- c) Maximização do retorno total dos proprietários, minimizando oportunismos conflitantes com este fim;
- d) Sistema de controle e de fiscalização das ações dos gestores;
- e) Sistema de informações relevantes e de prestação de contas às partes interessadas nos resultados corporativos;
- f) Sistema guardião dos ativos tangíveis e intangíveis das companhias.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p. 19),

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os proprietários,

Conselho de Administração Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Por fim, destacam-se os valores que dão sustentação ao significado de governança corporativa, considerados por muitos como as grandes diretrizes do tema. Segundo Andrade e Rossetti (2006), os pilares da governança corporativa são: *fairness* (senso de justiça), *disclosure* (transparência das informações), *accountability* (prestação de contas) e *compliance* (conformidade quanto a normas). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) destaca, além desses atributos, a responsabilidade corporativa, que compreende o zelo pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade e incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

2.1.1 Teoria e conflitos de agência

Os conflitos de agência e, por conseqüência, os custos a eles relacionados são resultado tanto da dispersão quanto da concentração do capital de controle. No caso de dispersão, torna-se praticamente inevitável a separação entre propriedade e gestão, o que, de fato, aconteceu ao longo do tempo, como abordado anteriormente.

Embora Berle e Means¹ (*apud* SAITO e SILVEIRA, 2008) tenham trazido à tona a governança corporativa, foi através do trabalho de Jensen e Meckling² (*apud* SAITO e SILVEIRA, 2008) que o tema ganhou grande expressão, sendo esses últimos os responsáveis por enunciar a teoria, os conflitos e os custos de agência. Segundo esses autores, a relação de agência pode ser entendida como “um contrato onde uma ou mais pessoas – o agente principal – engajam outra pessoa – o agente executor – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo delegação de autoridade a este”. Ao entender que as partes agem de forma a maximizar suas utilidades pessoais, pode-se esperar que haja conflitos de interesse pelo fato de o agente nem sempre agir no melhor interesse do principal.

² JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

Estabelece-se, assim, entre os dois agentes uma relação de agência, que, segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 84), é “fundamentada na contratação de decisões que maximizem o valor do empreendimento, a riqueza dos acionistas e o retorno de seus investimentos”. Em torno desta relação de agência, no entanto, estarão decisões que poderão estar em oposição, como as que maximizam o retorno total dos acionistas e as que maximizam o interesse dos gestores.

Em face disso, para que não houvesse conflito entre as partes, dois aspectos deveriam ser observados: um referente aos termos do contrato entre esses agentes; e o outro, que se refere ao comportamento deles. Os conflitos de agência, no entanto, dificilmente poderão ser evitados, pois, conforme Klein³ (*apud* ANDRADE e ROSSETTI, 2006) e Jensen e Meckling² (*apud* ANDRADE e ROSSETTI, 2006), não há contrato completo que concilie permanentemente os interesses do principal e dos agentes executores e não existe o agente perfeito, que não rompa, por atos oportunistas, os princípios da relação.

2.1.2 Custos de agência

A existência, segundo Klein³ (*apud* ANDRADE e ROSSETTI, 2006) e Jensen e Meckling² (*apud* ANDRADE e ROSSETTI, 2006), de contratos incompletos e de comportamentos imperfeitos implica diferentes custos de agência devido ao descompasso entre os interesses de proprietários e gestores.

Esses custos podem ser divididos em duas categorias maiores, a saber: os custos atribuíveis ao oportunismo dos gestores e os custos incorridos pelos acionistas. Enquanto os custos da primeira categoria são decorrentes do uso impróprio do juízo gerencial que é outorgado aos gestores, implicando, assim, as mais diversas formas de expropriação da riqueza, os custos incorridos pelos acionistas referem-se ao controle da administração, por parte destes, e à redução do oportunismo expropriatório.

³ KLEIN, W. A. **Legal and economic perspectives on the firm**. Unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.

Custos de Agência

Ações dos gestores:

- Oportunismos: remunerações e benefícios excessivos concedidos em benefício próprio;
- Resistência a ações vantajosas aos acionistas: liquidação, cisões e fusões;
- Juízo gerencial: decisões impactantes em que não há consenso;
- Crescimento em detrimento de maximização do retorno;
- Estratégias de diversificação destruidoras do valor da companhia, mas redutoras dos riscos da Diretoria Executiva;
- Conflitos de interesse: preços de transferência abaixo dos de mercado para empresas de que os gestores são acionistas;
- Nepotismo e outras formas de proteção conflitantes com os interesses da companhia;
- Acesso assimétrico a informações;
- Resistência a avaliações estruturadas de desempenho da Diretoria Executiva;
- Gestão de resultados com foco em prazos curtos;
- Anulação do poder de influência dos Conselhos de Administração e de outros colegiados internos;
- Descompromisso com a perpetuação da empresa.

Ações dos acionistas:

- Elaboração e estruturação de contratos;
- Monitoramento de outorgados;
- Construção e manutenção de sistemas complexos e onerosos de informações gerenciais;
- Concessão, aos gestores, de mecanismos de retribuição atrelados a resultados, para harmonização de interesses.

Quadro 1 – Custos de agência: os atribuíveis aos gestores e os incorridos pelos acionistas.

Fonte: Andrade e Rossetti (2006, p. 205).

Assim, vale ressaltar que, caso as decisões fossem tomadas de forma a maximizar a probabilidade de os proprietários usufruírem altos retornos de seus investimentos, esses custos não existiriam. Visto que os gestores agirão no sentido de também atender aos seus próprios propósitos, tal situação acaba não ocorrendo.

Dentre os objetivos aspirados pelos gestores, podem-se destacar os seguintes:

- a) Busca de *status*, poder e prestígio por parte dos que exercem o poder, resultando em condutas incompatíveis com a obstinação do lucro máximo;

- b) Busca por perfeição e por excelência profissional por parte dos gestores, levando-os a desviar recursos para atividades-meio, em detrimento de atividades-fim;
- c) Preferência por segurança, gerando conflitos entre oportunidades de retornos sob altos riscos e sustentação de *status quo* mais conservador;
- d) Preferência por crescimento e por maior participação nos mercados, com o sacrifício, ainda que temporário, das margens operacionais e dos resultados de balanço;
- e) Conciliação de interesses de vários grupos, internos e externos, todos buscando simultaneamente a máxima satisfação dos seus propósitos;
- f) Decisões mais voltadas para os interesses da Diretoria Executiva do que para a geração de riqueza para os acionistas.

De acordo com Andrade e Rossetti (2006, p. 204), esses objetivos alternativos “conduziram à revisão crítica dos propósitos e dos mecanismos da gestão corporativa”. Esses exemplos representam muito bem os custos que vão de encontro aos interesses dos acionistas, sendo o último exemplo o que mais claramente tipifica o que a teoria da governança corporativa define como custos de agência atribuíveis aos propósitos imperfeitamente simétricos de gestores e acionistas.

2.1.3 Assimetria de direitos e forças de controle

Outra derivação direta dos aspectos do mundo corporativo atual são os desequilíbrios nas estruturas de poder e as imperfeições dos sistemas legais que regem as relações entre as partes com interesses legítimos em jogo nas companhias. Essas referidas situações implicam o que é conhecido como assimetria de direitos, fazendo alusão, mais especificamente, à assimetria de direitos entre acionistas, que resultam da existência de mais de uma classe de votos ou do uso discricionário do poder exercido pelos majoritários em detrimento dos interesses dos minoritários.

Assim, conforme Andrade e Rossetti (2006, p. 208), “a possibilidade de emissão de dois tipos de ações permite que acionistas com ações que têm direito a voto controlem a companhia com menos de metade do capital acionário”, ou seja, à medida que as ações com

direito a voto são cada vez menos expressivas em relação ao capital total, reduz-se a relação entre a posse dessas ações e o capital necessário para o efetivo exercício do controle da companhia.

Tabela 1 – Hipóteses de controle da companhia com diferentes composições de ações com e sem direito a voto.

Hipóteses	Composições (%)						
A. Classe de ações com direito a voto	80	66,7	60	50	40	33,3	20
B. Classe de ações sem direito a voto	20	33,3	40	50	60	66,7	80
Controle: 51% de ações classe A	40,8	34	30,6	25,5	20,4	17	10,2

Fonte: Andrade e Rossetti (2006, p. 208).

A assimetria de direitos, juntamente com os conflitos e os custos de agência, é a razão essencial que levou ao despertar da governança corporativa, objetivando-se, assim, a harmonização de direitos e de interesses. Desta forma, estabeleceram-se as forças de controle, que, resumem os resultados de todas as formas de ativismo por boas práticas de governança. Andrade e Rossetti (2006, p. 211) definem-nas como

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

Essas forças estabeleceram-se tanto no ambiente interno quanto no ambiente externo das companhias.

Forças externas	Forças internas
<ul style="list-style-type: none"> • Ambiente legal e regulatório: <ul style="list-style-type: none"> ○ Regras de proteção dos investidores; ○ Nível de <i>enforcement</i>. • Padrões contábeis exigidos das companhias. • Controle pelo mercado de capitais: <ul style="list-style-type: none"> ○ Ágios e deságios de governança; ○ Disputas por procurações de votos (<i>proxyfights</i>); ○ <i>Take-overs</i> hostis. • Mercados competitivos: <ul style="list-style-type: none"> ○ Mercado do setor de atuação da empresa; ○ Mercado de trabalho de altos executivos. • Ativismo de investidores institucionais: <ul style="list-style-type: none"> ○ Fundos mútuos de investimento; ○ Fundos de pensão. • Ativismo de acionistas: ações individuais ou organizadas. • Atuação de fundos de <i>private equity</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Concentração da propriedade acionária. • Constituição de Conselhos de Administração guardiões: a representação efetiva dos interesses dos acionistas. <ul style="list-style-type: none"> ○ Remuneração do quadro executivo; ○ Constituição de comitês; ○ Correlação com desempenho: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bonificações; ▪ <i>Stock options</i>. ○ Balanceamento de relações custos/benefícios; ○ Relação com padrões de mercado. • Monitoramento de grupos de interesse: <ul style="list-style-type: none"> ○ Compartilhando controle com credores; ○ Compartilhando controle com trabalhadores. • Estruturas multidivisionais de negócios.

Quadro 2 – Forças de controle dos conflitos e dos custos de agência e das assimetrias de direitos e de poder.

Fonte: Andrade e Rossetti (2006, p. 212).

2.1.4 Governança corporativa no Brasil

A governança corporativa no Brasil está relacionada a uma série de eventos históricos que ocorreram nas últimas décadas em uma perspectiva global. As grandes mudanças observadas na economia e nas condições gerais de operações das empresas no Brasil nos últimos quinze anos estiveram alinhadas às grandes mudanças globais, gestadas na transição da década de 70 para a de 80 e desencadeadas desde o início dos anos 90, passando por concepções político-ideológicas dominantes, ordem geopolítica global e pela ordem econômica global. Praticamente nas mesmas direções observadas na maior parte do mundo, mudaram, no país, o ambiente político, a orientação estratégica e, em decorrência desses fatores, o próprio alinhamento das empresas às novas condições estabelecidas.

Além dos impactos observados ao longo desse período, como privatizações, quebra de barreiras à entrada de competidores externos, abertura de mercados, fusões e aquisições, houve dois outros conjuntos de impactos mais especificamente relacionados à governança corporativa: a reconfiguração do mercado de capitais e as mudanças nos padrões de governança corporativa.

Analisando o ambiente externo atual da governança corporativa no Brasil, podem-se destacar os aspectos legais, as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os compromissos exigidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) para listagem diferenciada de empresas, as pressões por boas práticas de governança exercidas pelos investidores institucionais e, finalmente, o código de boas práticas de governança corporativa definido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Todos esses aspectos contribuem para o desenho da governança corporativa no país, ou seja, definem o modelo de governança adotado pelo Brasil.

É importante destacar o trabalho do IBGC ao longo dos últimos anos. O órgão foi criado em 1995 com o exclusivo intuito de promover a governança corporativa no país e de fomentar as práticas e discussões sobre o tema, sendo reconhecido nacional e internacionalmente. Outro órgão de destaque é a própria Bovespa, que, no decorrer dos últimos tempos, contribuiu sistematicamente para o desenvolvimento da governança corporativa no país através da criação de mecanismos de adesão voluntária às boas práticas, complementando a legislação em vigor.

A governança corporativa no Brasil, entretanto, está muito atrelada à composição acionária das empresas. Enquanto, por exemplo, o mercado norte-americano é composto por empresas cujas ações estão pulverizadas e, portanto, não há a existência de um grupo ou acionista controlador, no Brasil, muitas empresas possuem investidores com alto grau de concentração de ações. Dessa forma, enquanto as boas práticas de governança corporativa no mercado norte-americano estão relacionadas aos conflitos de agência existentes entre acionistas e gestores, a realidade da governança corporativa brasileira está voltada para a relação que há entre acionistas controladores e não-controladores (informação verbal)⁴.

Embora a maioria dos casos existentes no Brasil seja de empresas que apresentem grupos ou acionistas controladores, há também a figura de empresas como as encontradas nos Estados Unidos, como as Lojas Renner, que possuem capital disperso. Atualmente, a Bovespa, através dos segmentos diferenciados de governança corporativa, destina tratamento igual a esses dois modelos de empresas, fazendo com que haja inconsistência quanto às boas práticas de governança corporativa.

2.2 BOVESPA

A Bovespa foi fundada em 23 de agosto de 1890 por Emílio Pestana. Até as reformas do sistema financeiro e do mercado de capitais, implementadas pelo governo no biênio 1965-1966, as bolsas de valores brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público. Após as reformas, as bolsas assumiram a característica institucional que mantêm até hoje, transformando-se em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

Em 28 de agosto de 2007, a Bovespa deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos e se tornou uma sociedade por ações, denominada Bovespa Holding S/A. A Bovespa Holding possui como subsidiárias integrais a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) – responsável

⁴ LAMB, Roberto. Porto Alegre, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, outubro de 2010.

pelas operações dos mercados de bolsa e de balcão – e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), que presta serviços de liquidação, compensação e custódia.

Finalmente, em 8 de maio de 2008, após integração com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), a Bovespa Holding passou a ser denominada BM&FBOVESPA, sendo considerada a terceira maior bolsa do mundo e a segunda maior bolsa das Américas em termos de valor de mercado. Hoje ela é a principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil.

Tabela 2 – Volume financeiro negociado na Bovespa.

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Volume (em bilhões de R\$)	155,7	124,8	116,2	165,6	252,1	334,4	504,1	1013	1225	1142	1153

Fonte: Economática.

2.2.1 Ibovespa

O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador financeiro do desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, sendo composto pelas ações de maior volume que foram negociadas nos últimos doze meses. As ações devem representar, em conjunto, 80% do volume transacionado e, como critério adicional, devem estar presentes em 80% dos pregões do período, garantindo, portanto, que o papel tenha liquidez.

A carteira de ações que compõem o Ibovespa é revisada a cada quatro meses, de modo que sua representatividade do mercado se mantenha ao longo do tempo. Essa revisão é feita ao longo dos últimos doze meses, quando são verificadas as participações de cada ação na carteira.

Ainda, o índice é calculado em tempo real, considerando prontamente os preços de todos os negócios efetuados no mercado à vista com ações componentes de sua carteira, sendo divulgado pela própria Bovespa e acompanhado *on line*.



Gráfico 1 – Evolução mensal do Ibovespa.

Fonte: Yahoo! Finanças Brasil (2010).

2.2.2 Níveis de governança corporativa da Bovespa

Os segmentos diferenciados da Bovespa surgiram em dezembro de 2000 como resposta à crescente demanda por melhores padrões de governança das empresas no Brasil. Os níveis de governança foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Os segmentos diferenciados de governança corporativa são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Primeiramente, foi criado o Novo Mercado, sendo elaborado principalmente para a listagem de empresas que viessem a abrir seu capital, no entanto, devido ao alto grau de restrição exigido para adesão a esse segmento, foram criados os Níveis 1 e 2 de governança corporativa, sendo destinados essencialmente a empresas que já possuem capital aberto e que queiram aderir a esses segmentos.

Pode-se destacar como ponto crucial para listagem das empresas nesses níveis de governança, conforme Andrade e Rossetti (2006, p. 440), “a maior proteção, e como

decorrência esperada, a maior presença do investidor minoritário no mercado”. Para Procianoy e Verdi (2009),

A adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação de recursos.

Ainda, para formalização da adesão, as empresas devem, por meio de seus controladores e administradores, assinar o contrato de adesão. Assim, a adesão implica compromissos legais além dos previstos pela legislação vigente, na expectativa das empresas de que suas ações passem a apresentar maior valorização, retornos positivos mais expressivos e maior liquidez.

De fato, diversos são os estudos que comprovam os impactos positivos ao aderir aos novos segmentos da Bovespa. Os efeitos observados por Carvalho (2010) são justamente em relação ao volume de negociação, à valorização das ações e à liquidez. O estudo feito por Procianoy e Verdi (2009), por sua vez, confirma o efeito positivo da adesão em relação à liquidez das ações.

Desde que foram instituídos os segmentos diferenciados, observou-se o avanço – apesar de gradativo – no número de companhias que a eles aderiram, procurando atender às exigências dos investidores e às adequações do mercado acionário. A tabela abaixo demonstra a quantidade de empresas que fizeram a opção pela adesão desde a criação dos níveis de governança.

Tabela 3 – Novas adesões a algum nível de governança corporativa e mudanças de nível.

Ano	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total
2001	8	0	0	8
2002	2	3	2	7
2003	8	0	0	8
2004	3	2	5	10
2005	1	2	8	11
2006	2	2	22	26
2007	10	7	44	61
2008	1	1	11	13
2009	0	1	6	7
2010	0	1	11	12
Total	35	19	109	163

Fonte: Acionista.com.br (2010).

A própria Bolsa de Valores de São Paulo passou a divulgar um novo índice de desempenho das empresas no mercado – o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) –, provando que as empresas constantes desse índice possuíam uma maior valorização de suas ações quando comparadas com empresas do mercado tradicional.

2.2.2.1 Mercado Tradicional da Bovespa

O mercado tradicional da Bovespa possui regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Abaixo, são descritas as características desse segmento.

- a) Não há regras quanto ao percentual mínimo de ações em circulação (*free float*);
- b) Permite a emissão de ações ordinárias e preferenciais;
- c) O Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, 3 membros (conforme legislação);
- d) É facultado apurar as demonstrações contábeis conforme o Padrão Internacional;
- e) O *tag along* deve ser concedido a, no mínimo, 80% das ações ordinárias (conforme legislação);
- f) É facultada a adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de litígios.

2.2.2.2 Nível 1

O Nível 1 da Bovespa representa o segmento com o menor número de exigências dentre os segmentos diferenciados de governança corporativa. Segundo a Bolsa de Valores de São Paulo (2010), “as Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária”. As companhias listadas nesse segmento devem cumprir os seguintes requisitos:

- a) Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- b) Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) - documento que é enviado pelas companhias à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração do fluxo de caixa;
- c) Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) - documento que é enviado pelas companhias à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- d) Realização de reuniões públicas com analistas e investidores ao menos uma vez por ano;
- e) Apresentação de um calendário anual, do qual consta e programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- f) Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- g) Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- h) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social da companhia;
- i) Quando da realização de distribuição pública de ações; adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

2.2.2.3 Nível 2

O Nível 2 da Bovespa representa o segmento intermediário de exigências dentre os segmentos diferenciados. Suas exigências incluem as previstas para adesão ao Nível 1 e,

adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. A seguir, são listados os requisitos adicionais à legislação.

- a) Divulgação de informações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- b) Conselho de Administração com, no mínimo, 5 membros e mandato unificado de 2 anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- c) Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- d) Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- e) Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível (Nível 2);
- f) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

2.2.2.4 Novo Mercado

O Novo Mercado encerra a lista de segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa, sendo o nível mais exigente quanto aos requisitos de governança. Além de as empresas precisarem cumprir as exigências previstas nos Níveis 1 e 2 de governança da Bovespa, a empresa deve ter e emitir, exclusivamente, ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito ao voto. Não obstante, em caso de venda do controle acionário, o comprador deverá estender a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador.

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Mercado Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (Free Float)	No mínimo, 25% de <i>free float</i>	No mínimo, 25% de <i>free float</i>	No mínimo, 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	IFRS ou US GAAP	IFRS ou US GAAP	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON; 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 3 – Comparativo dos segmentos de listagem da Bovespa.

Fonte: Bovespa (2010).

Recentemente, os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa passaram por uma reforma que reúne novas regras para as empresas. Enquanto algumas regras receberam votos favoráveis à sua implementação, outras foram rejeitadas pelas empresas. Conforme informado por Ávila e Yokoi (2010, p.23),

Foram rejeitadas, por exemplo, as sugestões de aumento de 20% para 30% da proporção mínima de membros independentes nos conselhos de administração; a obrigatoriedade do comitê de auditoria; e a oferta pública de aquisição de ações (OPA) obrigatória para quem atingir 30% do capital.

A seguir, segue o quadro com as principais alterações propostas pela Bovespa e o posicionamento das empresas quanto a estas regras.

Tema	Situação
Conselhos de administração compostos de, pelo menos, 30% de independentes	Rejeição
Obrigatoriedade do comitê de auditoria	Rejeição
OPA obrigatória diante de aquisições de 30%	Rejeição
Veto ao acúmulo dos cargos de CEO e chairman	Aprovação com ressalva
Veto à imposição de OPA diante da aquisição de fatia pré-determinada do capital	Aprovação com ressalva
Manifestação obrigatória do conselho de administração diante de OPAs	Aprovação com ressalva
Divulgação obrigatória dos cargos que os administradores ocupam em outras entidades	Aprovação unânime
Elaboração e divulgação obrigatórias de uma política de negociação	Aprovação unânime
Veto à limitação de voto em percentual inferior a 5%	Aprovação unânime

Quadro 4 – Novas regras de governança corporativa da Bovespa para o Novo Mercado.

Fonte: Ávila e Yokoi (2010, p. 24-26)

2.3 ANÁLISE FINANCEIRA

A análise financeira pode ser entendida como uma ferramenta para auxílio na tomada de decisões de ordem econômico-financeira. Tal análise é feita normalmente através de índices, que refletem tanto a situação econômica quanto a situação financeira da empresa, usando, na maioria dos casos, as demonstrações financeiras por esta divulgadas.

Assim, os principais aspectos revelados pelos índices financeiros são, conforme Matarazzo (2007), a estrutura e a liquidez – que indicam a situação financeira –, e a rentabilidade – que ressalta a situação econômica da empresa.

2.3.1 Índices de rentabilidade

Segundo Assaf Neto (1981, p.175), “os índices de rentabilidade visam à interpretação e análise dos resultados auferidos pela empresa. Esses índices estão diretamente relacionados com o lucro da empresa e são expressos pela relação deste com outros itens e contas, de acordo com o objeto de análise.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 85), os índices de rentabilidade “pretendem medir o quão eficientemente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações”. Segundo os autores, esses índices são os mais conhecidos e os mais utilizados de todos os índices financeiros.

2.3.1.1 Margem de lucro

A margem de lucro é representada pela seguinte fórmula:

$$\text{Margem de Lucro} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

O índice, também chamado de margem líquida, representa a eficiência global da empresa. Se o índice for igual a 0,1, significará que 10% das vendas realizadas permaneceram na empresa sob a forma de lucros. O restante foi utilizado para cobrir custos e despesas incorridas na atividade.

A margem de lucro normalmente é apresentada com outros índices, visto que seu eventual baixo valor não representa, necessariamente, um mau resultado. Pode-se citar o exemplo enunciado por Ross, Westerfield e Jordan (2000, p. 85):

Por exemplo, ao diminuirmos nosso preço de venda, geralmente aumentaremos o volume de vendas, mas normalmente isso causará uma diminuição da margem de lucro. O lucro total (ou, mais importante, o fluxo de caixa operacional) pode subir ou cair; portanto, o fato de que a margem diminui não é necessariamente mau.

2.3.1.2 Retorno do ativo

O retorno do ativo é uma medida de lucro em relação ao investimento efetuado pela empresa, ou seja, a capacidade que os ativos apresentam de gerar lucros. É representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Retorno do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Observando sua fórmula, pode-se inferir que o índice fornece o lucro gerado para cada R\$ 1,00 investido na empresa. Vale ressaltar, no entanto, que ele representa uma taxa de retorno contábil, sendo inadequado compará-lo, por exemplo, a uma taxa de juros observada no mercado financeiro.

2.3.1.3 Retorno do capital próprio

O índice em questão informa o retorno dos recursos próprios investidos na empresa, ou seja, é uma medida de desempenho do investimento dos acionistas. Lembrando que um dos objetivos da empresa é a busca pela maximização dos lucros dos acionistas, o retorno do capital próprio é, em termos contábeis (o índice deve seguir a mesma precaução observada no retorno do ativo, visto que é uma taxa de retorno contábil), a verdadeira medida de desempenho em termos de lucro.

O índice pode ser representado pela equação abaixo:

$$\text{Retorno do Capital Próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Assim, o índice mede o lucro gerado para cada R\$ 1,00 de patrimônio líquido. É considerada uma medida de desempenho notadamente importante, pois, segundo Assaf Neto

(1981, p. 176), “exerce decisiva influência a médio e a longo prazo sobre o valor de mercado das ações”.

2.3.2 Índices de valor de mercado

Alguns índices importantes não necessariamente utilizam-se somente de informações contidas nas demonstrações financeiras. Índices de valor de mercado acabam por utilizar, por exemplo, preços de mercado de ações. A seguir, são descritos o lucro por ação e o *dividend yield*, índices que possuem relevância para o trabalho em pauta.

2.3.2.1 Lucro por ação

Segundo Barbosa (2008), o lucro por ação (LPA) “é uma medida de avaliação obtida através do quociente entre o resultado (lucro ou prejuízo) líquido do período e o número de ações em circulação da companhia”. Pode ser entendido como a parcela do lucro destinada a cada ação da empresa, medindo o ganho potencial – ao invés do ganho efetivo – do acionista, visto que nem todo o lucro lhe é distribuído.

Sua equação é demonstrada abaixo:

$$\text{Lucro por Ação} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de ações}}$$

2.3.2.2 Dividend yield

O *dividend yield* representa o ganho oferecido pela ação aos investidores através do pagamento de dividendos. O índice é obtido através da relação entre os dividendos por ação

pagos pela empresa e o preço de mercado da ação, que pode ser de início, meio ou fim de período. Sua fórmula é apresentada a seguir:

$$\textit{Dividend Yield} = \frac{\textit{Dividendo por Ação}}{\textit{Preço de Mercado da Ação}}$$

Segundo Assaf Neto e Lima (2009, p. 169), “uma *yield* mais elevada pode indicar boas perspectivas de distribuição de dividendos (lucros) aos acionistas”. Decourt (2009, p. 3), por sua vez, defendem que “reduções nos dividendos podem sinalizar expectativa de geração de caixa; lucros menores e aumentos nos dividendos, falta de bons projetos de investimento”.

2.4 ANÁLISE ESTATÍSTICA

A análise estatística utilizada neste trabalho basear-se-á nos conhecimentos de Estatística Descritiva. Segundo Freund (2006, p. 18),

Esta inclui tudo relacionado com dados que seja projetado para resumir ou descrever dados, mas sem ir além, ou seja, sem procurar inferir qualquer coisa que vá além dos próprios dados.

A seguir, far-se-á a descrição das principais ferramentas de estatística descritiva utilizadas para o tratamento dos dados necessários ao trabalho, a saber: média aritmética, desvio-padrão e coeficiente de variação.

2.4.1 Média aritmética

A média aritmética é uma medida de tendência central comumente utilizada em diversas áreas. É definida como a soma de n números dividida por n . Sua fórmula pode ser representada da seguinte maneira:

$$\bar{x} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{n} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

2.4.2 Desvio-padrão

O desvio-padrão é uma medida de dispersão de dados de reconhecida importância, principalmente para problemas de inferência estatística. Segundo Freund (2006, p.86), mede “a variação de um conjunto de dados em termos das quantidades pelas quais os valores desviam de sua média”. É denominado como o desvio da raiz dos quadrados médios e pode ser expresso pela seguinte fórmula:

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

2.4.3 Coeficiente de variação

O coeficiente de variação é uma medida de dispersão relativa que corrige o fato de o desvio-padrão depender das unidades de medida das variáveis analisadas. Por não saber se o valor encontrado para o desvio-padrão é considerado alto ou baixo, o coeficiente de variação surge como medida deste em relação à média. Sua fórmula é representada pela seguinte equação:

$$V = \frac{s}{\bar{x}} = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}}{\frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}}$$

3 METODOLOGIA

O presente estudo utilizou-se de dados secundários para uma posterior análise estatística com base nas informações obtidas através do *website* da Bovespa e do *software* Economática.

Inicialmente, procurou-se verificar quais as empresas que integram a carteira hipotética de ações que compõem o Índice Bovespa (Ibovespa) e o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Após esse procedimento, foram selecionadas seis empresas por segmento de mercado (Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), totalizando vinte e quatro empresas observadas. Adicionalmente, foi obtido o histórico de cotações do Ibovespa para posteriores comparações com cada um daqueles segmentos.

A análise foi feita, inicialmente, com base nos dados obtidos de cada empresa, para, então, obterem-se os dados referentes a cada segmento diferenciado de governança. Os dados obtidos para análise foram os seguintes: cotação histórica de ações, *dividend yield*, lucro por ação, margem líquida, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido de cada empresa, sendo essas informações obtidas das empresas consolidadas. O estudo procurou analisar as empresas selecionadas e os segmentos de mercado durante os anos de 2008, 2009 e 2010, com base no exercício social. Para esse último ano, no entanto, os dados foram avaliados até o final do primeiro semestre (junho de 2010).

O critério adotado para seleção das empresas foi a participação de cada uma delas perante o IGC (para as empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e no Novo Mercado) e perante o Ibovespa (para as empresas listadas no Mercado Tradicional). Para o número de empresas escolhidas, procurou-se manter o mesmo número adotado por Barbosa (2008), pois se entende que o presente trabalho dá seqüência ao desenvolvido pelo referido autor, proporcionando a comparação dos resultados evidenciados.

Vale ressaltar que, por não serem as empresas selecionadas uma amostra estatisticamente significativa, os resultados, bem como o entendimento deles decorrente, não podem ser estendidos a todas as empresas do mercado de capitais.

A análise dos dados, como será visto adiante, foi dividida em duas partes: primeiramente, foi feita uma análise das cotações históricas das ações de cada empresa, com a qual foi possível evidenciar os retornos médios e os coeficientes de variação delas. As

informações das empresas, então, foram reunidas de acordo com o segmento a que elas pertencem. Posteriormente, foram analisados os indicadores de cada empresa e, da mesma forma como foi feita para as cotações, os dados foram agrupados por segmentos diferenciados de governança. Para todas essas análises, as informações foram observadas de acordo com cada exercício social compreendido no período a ser estudado (janeiro de 2008 a junho de 2010).

Finalmente, são apresentadas, ao final do trabalho, as considerações finais a respeito do estudo realizado.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Abaixo, seguem as empresas selecionadas para cada segmento da Bovespa após a definição dos critérios de sua escolha, bem como o código das ações selecionadas para análise.

Mercado Tradicional:

- a) Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás – PETR4;
- b) Cia Siderúrgica Nacional – CSNA3;
- c) Cia Bebidas das Américas – Ambev – AMBV4;
- d) Tim Participações S.A. – TCSL4;
- e) Tele Norte Leste Participações S.A. – Telemar – TNLP4;
- f) Souza Cruz S.A. – CRUZ3.

Nível 1:

- a) Vale S.A. – VALE5;
- b) Itaú Unibanco Holding S.A. – ITUB4;
- c) Banco Bradesco S.A. – BBDC4;
- d) Usinas Sid. De Minas Gerais – Usiminas – USIM5;
- e) Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG – CMIG4;
- f) Braskem S.A. – BRKM5.

Nível 2:

- a) Saraiva S.A. Livreiros Editores – SLED4;
- b) ALL América Latina Logística S.A. – ALLL11;
- c) NET Serviços de Comunicação S.A. – NETC4;
- d) TAM S.A. – TAMM4;
- e) Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A. – ELPL6;
- f) Marcopolo S.A. – POMO4.

Novo Mercado:

- a) Banco do Brasil S.A. – BBAS3;

- b) BRF – Brasil Foods S.A. – BRFS3;
- c) PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações – PDGR3;
- d) Redecard S.A. – RDCD3;
- e) Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica – EMBR3;
- f) JBS S.A. – JBSS3.

4.1 RESULTADOS ESTATÍSTICOS

Os resultados estatísticos constantes no presente trabalho referem-se ao retorno médio, desvio-padrão e coeficiente de variação de cada segmento de governança corporativa abordado. Para tanto, foram calculados tais resultados para cada empresa integrante de cada segmento e, após, obtida a média desses resultados para aqueles segmentos. Foram utilizadas as cotações diárias das ações mais negociadas segundo o IGC (para as empresas do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e do Ibovespa (para o Mercado Tradicional). Os resultados foram separados por exercício social, compreendendo os anos de 2008, 2009 e 2010, sendo esse último referente apenas ao primeiro semestre.

Após, os resultados foram agrupados em uma tabela comparativa, capaz de analisar os dados mais facilmente. Juntamente com os segmentos de governança corporativa, o Ibovespa foi incluído para análise comparativa dos resultados.

Abaixo, segue a tabela de resultados:

Tabela 4 – Comparação das médias anuais de retorno diário médio, dos desvios-padrão e dos coeficientes de variação dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.

2008			
Segmento	Retorno Médio	Desvio-padrão	Coef. Variação
Ibovespa	-0,15%	0,0331	-21,64
Mercado Tradicional	-0,07%	0,0384	-56,82
Nível 1	-0,11%	0,0390	-34,46
Nível 2	-0,16%	0,0412	-25,03
Novo Mercado	-0,09%	0,0439	-49,94
2009			
Segmento	Retorno Médio	Desvio-padrão	Coef. Variação
Ibovespa	0,24%	0,0194	8,20
Mercado Tradicional	0,21%	0,0225	10,53
Nível 1	0,24%	0,0251	10,51
Nível 2	0,29%	0,0266	9,27
Novo Mercado	0,25%	0,0299	12,09
2010			
Segmento	Retorno Médio	Desvio-padrão	Coef. Variação
Ibovespa	-0,10%	0,0144	-13,76
Mercado Tradicional	-0,05%	0,0180	-38,86
Nível 1	-0,01%	0,0193	-176,22
Nível 2	-0,03%	0,0213	-66,33
Novo Mercado	-0,05%	0,0216	-42,18

Fonte: Elaborado com dados do *software* Econômática e do *website* da Bovespa.

4.1.1 Retorno médio

Analisando as informações da tabela, percebe-se que o Ibovespa e os segmentos de governança apresentaram retornos negativos em 2008, recuperaram-se, em 2009, com resultados positivos e voltaram a apresentar valores negativos no primeiro semestre de 2010.

As empresas da amostra, listadas no Mercado Tradicional, tiveram a menor perda média durante o ano de 2008, com um retorno diário médio negativo de 0,07%. Sua recuperação no ano seguinte, no entanto, foi a menos expressiva, com retorno diário médio positivo de 0,21%. Durante o primeiro semestre de 2010, aquelas empresas voltaram a apresentar retorno diário médio negativo: desta vez, de 0,05%. Comparativamente ao Ibovespa, elas apresentaram desvalorização menor nos anos em que houve retornos negativos,

entretanto, demonstraram resultados abaixo do índice ao longo do ano em que apresentaram retornos positivos.

As empresas do Nível 1 de governança corporativa da Bovespa obtiveram perda de 0,11% ao longo de 2008, mas, assim como as companhias dos demais segmentos, recuperaram-se ao longo de 2009, apresentando retorno diário médio positivo de 0,24%. Durante o primeiro semestre de 2010, elas permaneceram praticamente inalteradas, apresentando retorno diário médio negativo de 0,01%. Ao compará-las com o Ibovespa, percebe-se que, nos anos em que apresentaram desvalorização, as perdas foram menores do que as indicadas pelo índice, enquanto que, no ano em que houve valorização, apresentaram desempenho similar àquele índice.

As companhias listadas no Nível 2 da Bovespa foram as que apresentaram as maiores oscilações durante o período analisado. Ao longo de 2008, foram as que apresentaram maior desvalorização, demonstrando um retorno diário médio negativo de 0,16%. Em 2009, no entanto, sua recuperação foi a melhor de todas as empresas da amostra, indicando uma valorização diária média de 0,29%. A perda registrada no primeiro semestre de 2010 foi apenas maior do que a apresentada pelas companhias do Nível 1, não passando de 0,03% ao dia. Ao compará-las com o Índice Bovespa, vê-se que obtiveram perda um pouco maior no primeiro ano do período de análise, uma valorização acima do índice para o ano de 2009 e o registro de uma desvalorização inferior ao Ibovespa no primeiro semestre do ano seguinte.

Por fim, as ações das empresas avaliadas neste estudo que pertencem ao Novo Mercado apresentaram a menor perda em 2008, com retorno diário médio negativo de 0,09%. Sua recuperação, em 2009, apresentou valor positivo de 0,25%. Uma nova desvalorização no primeiro semestre de 2010 foi observada, atingindo um retorno diário médio negativo de 0,05%. Em comparação com o Ibovespa, apresentaram, nos anos em que houve desvalorização, perdas menores que as do índice. Quanto ao ano em que houve valorização, houve retorno diário médio acima do Ibovespa.

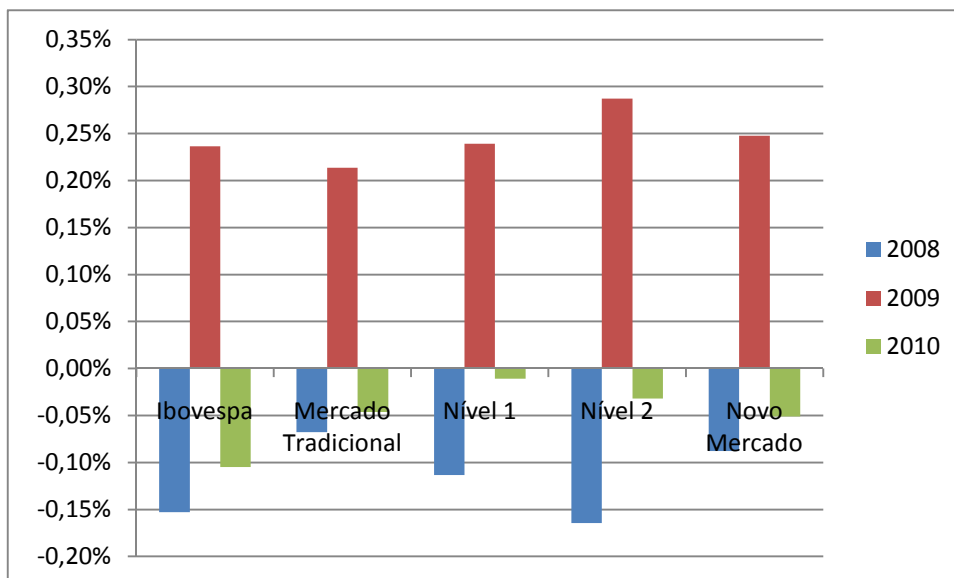


Gráfico 2 – Retorno diário médio dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Ao analisar o gráfico, é possível perceber um determinado padrão nos resultados: quanto maior a valorização observada em 2009, maiores as respectivas desvalorizações de 2008 e 2010. Tal informação está diretamente relacionada com a volatilidade dos segmentos, que também pode ser observada através do coeficiente de variação de cada segmento nos respectivos anos. Observando a Tabela 4, nota-se que o Ibovespa foi, dentre os itens analisados, o que possuiu menor variação durante o período analisado.

4.1.2 Desvio-padrão médio

As ações das empresas listadas no Mercado Tradicional apresentaram o menor valor no que se refere ao desvio-padrão, quando comparadas com as companhias dos demais segmentos, ficando atrás apenas do Ibovespa. As companhias do Nível 1 vieram em seguida, apresentando valores maiores que os indicados pelo Mercado Tradicional. Após, as do Nível 2 apontaram valores maiores do que o nível anterior. Por fim, foram observados, no Novo

Mercado, os maiores valores dentre os segmentos analisados. Tal característica manteve-se inalterada para os três exercícios sociais do período analisado.

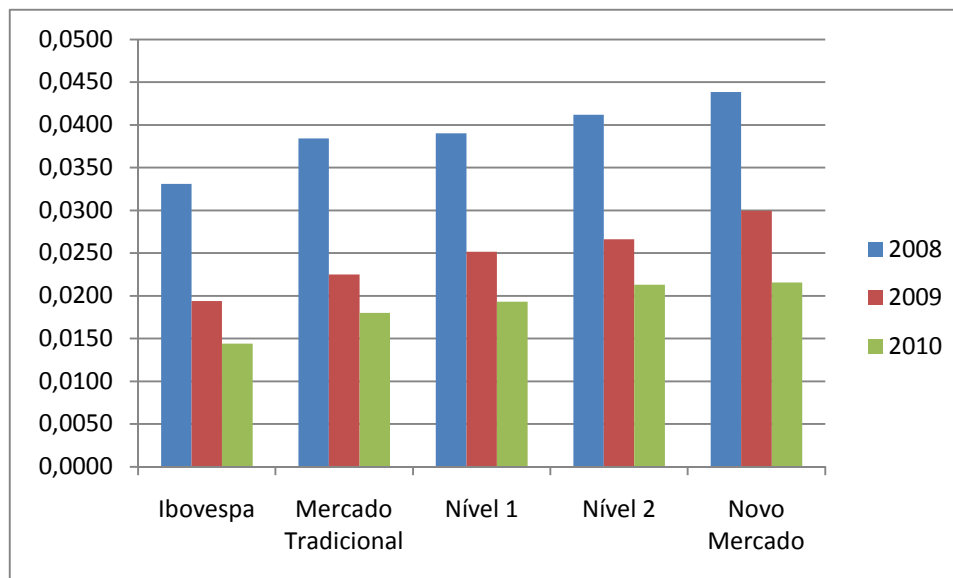


Gráfico 3 – Desvio-padrão médio dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.
 Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Outro fato marcante que prevaleceu para todos os segmentos estudados foi a redução do desvio-padrão médio ao longo do período para cada um deles, ou seja, enquanto houve um aumento do desvio-padrão se comparado o seu valor entre segmentos, o valor do desvio-padrão diminuiu ao longo do período analisado quando analisados individualmente.

Embora o desvio-padrão possa indicar o possível risco de se investir em determinado segmento, o coeficiente de variação é o mais indicado para medir tal variável, visto que estipula o desvio-padrão em função dos retornos obtidos, isto é, informa o grau de risco para cada unidade de medida de retorno calculada.

4.1.3 Coeficiente de variação

Analisando a Tabela 4, verifica-se que o retorno das ações daquelas empresas listadas no Mercado Tradicional possui o maior coeficiente de variação para o ano de 2008, com valor

negativo de 56,82. Durante o ano de 2009, seu valor, em módulo reduz significativamente, passando a ser de 10,53, ficando, no entanto, abaixo apenas do valor apresentado pelo Novo Mercado. No primeiro semestre de 2010, o risco do segmento volta a aumentar em módulo, possuindo valor negativo de 38,86, mas, desta vez, ficando atrás apenas do Ibovespa.

Os retornos das ações do Nível 1 de governança corporativa da Bovespa foi o valor intermediário dentre os observados no estudo, com valores negativos para o coeficiente de variação de 34,46 durante o ano de 2008. Tal fenômeno repete-se no ano seguinte, possuindo uma redução em termos absolutos e valor positivo de 10,51 (risco semelhante ao observado no Mercado Tradicional). No último ano analisado, seus desempenhos são os piores dentre os segmentos, atingindo um valor negativo expressivo de 176,22.

O coeficiente de variação observado para os retornos das ações das empresas listadas no Nível 2 em 2008 foi maior, em módulo, apenas do que o encontrado para o Ibovespa, possuindo valor negativo de 25,03. O mesmo aconteceu para o ano de 2009, quando seu valor, positivo desta vez, alcançou o valor de 9,27. Para o ano de 2010, no entanto, seu desempenho foi melhor apenas se comparado com o Nível 1, evidenciando um valor negativo de 66,33.

O coeficiente de variação observado para os retornos das ações das empresas listadas no Novo Mercado, por sua vez, apresentou risco relativamente alto, se comparado com os demais segmentos, ficando à frente apenas do Mercado Tradicional com valor negativo de 49,94 em 2008. Para o ano de 2009, o risco observado para o segmento em questão foi o mais alto, apesar da redução em termos absolutos, atingindo o valor positivo de 12,09. Por fim, em 2010, o risco do segmento apresentou valor negativo de 42,18, sendo o intermediário dos segmentos analisados.

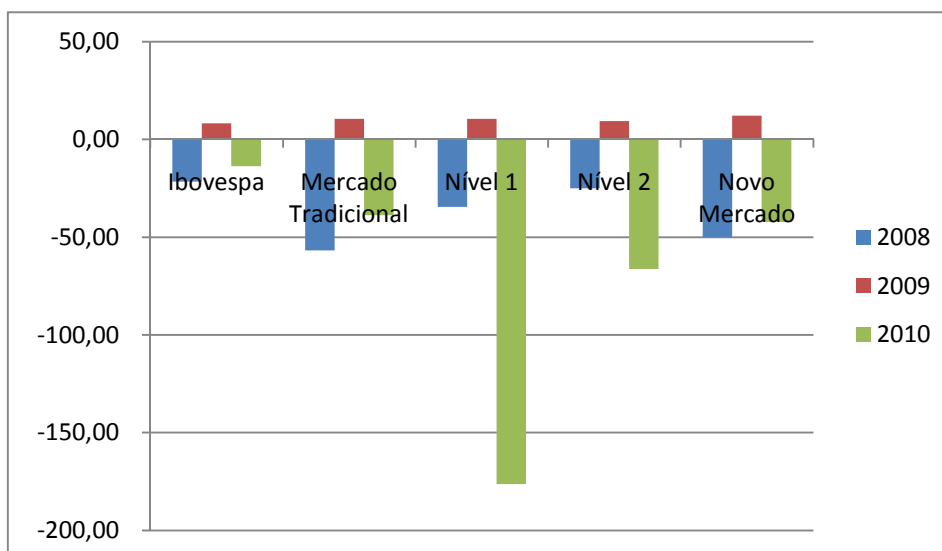


Gráfico 4 – Coeficiente de variação dos segmentos da Bovespa e do Ibovespa.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

No Gráfico 4, o risco dos retornos das ações listadas nos diferentes segmentos é comparado ao risco dos retornos do Ibovespa no período. Dentre os segmentos analisados, é possível notar que o risco das ações do Nível 2 e o do Novo Mercado foram os que mais se aproximaram do risco dos retornos do Ibovespa no período analisado.

4.1.4 Resultados estatísticos finais

Por fim, foi realizada uma média final que demonstrasse os resultados de todo o período para os índices analisados. A tabela abaixo demonstra os resultados finais.

Tabela 5 – Resultados estatísticos finais dos segmentos da Bovespa.

Média			
Segmento	Retorno Médio	Desvio-padrão	Coef. Variação
Ibovespa	-0,01%	0,0223	-315,06
Mercado Tradicional	0,03%	0,0263	79,11
Nível 1	0,04%	0,0278	72,64
Nível 2	0,03%	0,0297	98,52
Novo Mercado	0,04%	0,0318	87,75

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Através da Tabela 5, é possível notar que o Ibovespa foi o único item a ser avaliado com valor negativo para o período. Mesmo com o menor desvio-padrão, o risco do Ibovespa foi o mais significativo devido ao retorno médio. Os segmentos cujas empresas ficaram com o maior retorno diário médio foram o Nível 1 e o Novo Mercado. As empresas do primeiro, no entanto, apresentaram menor risco devido a um menor desvio-padrão para o período da pesquisa. As ações das empresas do Mercado Tradicional e do Nível 2 mostraram um retorno diário médio pouco abaixo do apresentado pelas do Nível 1 e do Novo Mercado. Dentre as empresas desses últimos dois, entretanto, as do Mercado Tradicional foram as que evidenciaram menor volatilidade, apresentando menores riscos quanto a um eventual investimento.

4.2 RESULTADOS FINANCEIROS

A seguir, são apresentados os resultados financeiros do presente estudo em relação aos segmentos de governança e também às companhias listadas nestes segmentos. Para a análise financeira, foram estudados os seguintes indicadores: lucro por ação, margem líquida, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido.

Diferentemente dos resultados estatísticos, em que as análises foram expostas somente por segmentos e então comparadas com o Ibovespa, nos resultados financeiros, os segmentos de governança corporativa serão detalhados com base nas informações de cada empresa que compõe tal segmento, conforme amostra coletada. Para cada nível diferenciado de governança, os dados foram tabelados, e foram criados gráficos para melhor visualização e interpretação daqueles.

Ao final da análise financeira, os resultados foram agrupados por segmento para uma comparação final entre os níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

4.2.1 Empresas do Mercado Tradicional

Abaixo, segue a tabela com indicadores para as empresas listadas no Mercado Tradicional da Bovespa.

Tabela 6 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Mercado Tradicional da Bovespa.
Continua

2008					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	5,10	R\$ 3,28	17,05	12,72	33,55
Petrobrás (PETR4)	2,40	R\$ 3,76	15,33	11,29	23,84
Sid Nacional (CSNA3)	3,60	R\$ 3,75	41,24	18,33	86,67
Ambev (AMBV4)	3,90	R\$ 4,98	14,64	8,21	17,71
Tim Part. SA (TCSL4)	2,30	R\$ 0,08	1,38	1,11	2,31
Telemar (TNLP4)	12,00	R\$ 3,02	6,16	2,81	12,04
Souza Cruz (CRUZ3)	6,40	R\$ 4,09	23,57	34,58	58,71
2009					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	8,62	R\$ 3,09	15,19	11,94	28,00
Petrobrás (PETR4)	4,60	R\$ 3,30	15,86	8,39	18,17
Sid Nacional (CSNA3)	9,60	R\$ 1,73	23,67	8,91	47,16
Ambev (AMBV4)	6,00	R\$ 9,73	25,81	14,93	27,19
Tim Part. SA (TCSL4)	3,80	R\$ 0,09	1,64	1,23	2,58
Telemar (TNLP4)	16,20	-R\$ 1,14	-1,46	-0,72	-5,45
Souza Cruz (CRUZ3)	11,50	R\$ 4,86	25,63	38,90	78,34

Tabela 6 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Mercado Tradicional da Bovespa.
Conclusão

2010					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	3,40	R\$ 2,12	16,25	5,90	15,22
Petrobrás (PETR4)	1,20	R\$ 1,83	15,40	4,19	9,05
Sid Nacional (CSNA3)	3,70	R\$ 0,94	19,49	4,21	20,08
Ambev (AMBV4)	1,00	R\$ 5,12	26,78	7,70	13,21
Tim Part. SA (TCSL4)	2,40	R\$ 0,05	1,93	0,79	1,55
Telemar (TNLP4)	8,50	R\$ 2,46	6,33	1,49	12,14
Souza Cruz (CRUZ3)	3,60	R\$ 2,31	27,58	17,03	35,31
Média					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	5,71	R\$ 2,83	16,17	10,19	25,59
Petrobrás (PETR4)	2,73	R\$ 2,96	15,53	7,96	17,02
Sid Nacional (CSNA3)	5,63	R\$ 2,14	28,13	10,48	51,30
Ambev (AMBV4)	3,63	R\$ 6,61	22,41	10,28	19,37
Tim Part. SA (TCSL4)	2,83	R\$ 0,07	1,65	1,04	2,15
Telemar (TNLP4)	12,23	R\$ 1,45	3,68	1,19	6,24
Souza Cruz (CRUZ3)	7,17	R\$ 3,75	25,59	30,17	57,45

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

4.2.1.1 Petróleo Brasileiro S.A. Petrobrás

A margem líquida da Petrobrás, para o exercício social de 2008, foi de 15,33%, ou seja, para cada R\$ 1,00 de receita líquida gerada pela empresa, houve um retorno de, aproximadamente, R\$ 0,15. Em 2009, houve um aumento de 3%, passando a empresa a ter uma margem líquida de 15,86%. Ao final do primeiro semestre de 2010, no entanto, a Petrobrás viu sua margem em relação à receita líquida cair os mesmos 3%, alcançando o valor de 15,40 para o referido indicador.

A empresa percebeu uma queda significativa em relação à rentabilidade do ativo durante o período de estudo. A Petrobrás fechou o ano de 2008 com valor para o indicador de 11,29%, isto é, para cada R\$ 1,00 investido na empresa, houve um retorno de,

aproximadamente, R\$ 0,11. Ao final de 2009, houve uma sensível redução de 26% para a rentabilidade do ativo, atingindo o valor de 8,39%. Ao se encerrar o primeiro semestre de 2010, a empresa obteve nova queda em sua rentabilidade, atingindo o valor de 4,19% (queda de 50%).

O retorno do patrimônio líquido apresentou valor de 23,84% para o ano de 2008, significando um retorno de, aproximadamente, R\$ 0,24 para cada R\$ 1,00 de capital próprio investido. Esse valor sofreu considerável queda em 2009, com redução de 24%, alcançando o valor de 18,17%. Em 2010, repetindo o ocorrido com a margem líquida, o valor do retorno do patrimônio líquido caiu drasticamente, atingindo o valor de 9,05% (redução de 50%).

O *dividend yield* da empresa, em 2008, foi de 2,40%. Esse valor praticamente dobrou no ano seguinte, chegando a 4,60%, porém, ao final do primeiro semestre de 2010, recuou para metade (1,20%) do valor inicialmente observado.

O lucro por ação (LPA) da Petrobrás, ou seja, o potencial lucro pago por ação, assim como os últimos dois indicadores, sofreu alterações negativas ao longo do período estudado. Em 2008, para cada ação da empresa, houve um potencial de lucro pago de R\$ 3,76. Em 2009, esse valor sofreu uma redução de 12%, alcançando o patamar de R\$ 3,30. Em 2010, uma nova queda foi observada: corte expressivo de 45%, atingindo o valor de R\$ 1,83 por ação.

4.2.1.2 Cia Siderúrgica Nacional

Com a melhor margem líquida apresentada no Mercado Tradicional para o ano de 2008, a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) apresentou um valor de 41,24% para o indicador no referido exercício social. Em 2009, no entanto, o indicador ficou em 23,67%, registrando uma perda de 43%. Ao final do primeiro semestre de 2010, nova queda foi encontrada: redução de 18%, atingindo o valor de 19,49%.

Em relação à rentabilidade do ativo, as perdas encontradas para a CSN foram ainda mais significativas. Em 2008, o indicador apresentou valor de 18,33%, mas, com a enorme redução de 51% observada em 2009, o retorno do ativo ficou estabelecido em 8,39%. Em

2010, repetindo o ano anterior, o indicador caiu mais uma vez, atingindo o valor de 4,21% após redução de 53%.

A exemplo da margem líquida apresentada em 2008, o retorno do patrimônio líquido encontrado no mesmo período foi notável, sendo o maior, em termos percentuais, para o Mercado Tradicional e atingindo o valor de 86,67%. As reduções observadas ao longo do período de estudo, entretanto, assemelham-se às vistas no retorno do ativo. Em 2009, o indicador caiu do valor citado para 47,16%, com perda de 46%. Em 2010, nova queda foi registrada: corte de 57%.

O retorno em dividendos da empresa foi de 3,60% em 2008. Para o ano seguinte, houve acréscimo substancial de seis pontos percentuais, chegando a 9,60%. Em 2010, no entanto, o índice retrocedeu significativamente ao valor de 3,70%, valor muito próximo do encontrado inicialmente.

Com LPA muito próximo ao encontrado na Petrobrás em 2008, a CSN observou a mesma intensidade de quedas para o indicador. No primeiro exercício social do período analisado, a CSN obteve LPA de R\$ 3,75, mas viu tal valor cair em 54% no exercício seguinte, alcançando o valor de R\$ 1,73. Com nova queda em 2010, desta vez de 46%, o LPA encontrado no referido exercício foi de R\$ 0,94.

4.2.1.3 Cia Bebidas das Américas – Ambev

A Ambev apresentou margem líquida de 14,64% para o exercício social de 2008. Em 2009, esse valor apresentou considerável aumento de 76%, atingindo a marca de 25,81% para o indicador. Em 2010, nova alta foi registrada: o valor subiu 4% e alcançou 26,78%.

O retorno do ativo observado em 2008 ficou em 8,21%, apresentando alta, no exercício seguinte, de 9% e valor de 8,91%. A tendência de alta, no entanto, foi revertida em 2010, apresentando a empresa queda no valor de retorno do ativo de 14% e resultado de 7,70% para o indicador.

O retorno do patrimônio líquido, ao ser comparado com as demais empresas do segmento, foi um dos mais baixos, com valor de 17,71% em 2008. Esse valor sofreu sensível alta de 54% para o exercício social seguinte, alcançando o valor de 27,19%. Em 2010,

entretanto, a queda registrada apresentou a mesma magnitude, sendo a redução no valor de 51%. O indicador fechou em 13,21% para o exercício social mencionado.

Quanto ao *dividend yield*, a empresa apresentou resultado de 3,90% em 2008. Esse valor sofreu acréscimo de 54% no ano seguinte, alcançando a marca de 6,00%, mas recuou sensivelmente no último ano da pesquisa, ficando em apenas 1,00%.

O lucro por ação da empresa sofreu significativas variações ao longo de todo o período estudado, porém, sempre se manteve como o mais alto quando comparado com as demais empresas do segmento. Em 2008, seu valor era de R\$ 4,98, sendo impulsionado por uma alta de 95% no ano seguinte, quando alcançou o valor de R\$ 9,73. Apesar da queda de 47% em 2010, o LPA continuou como o mais alto do grupo, fechando o período de estudo com valor de R\$ 5,12.

4.2.1.4 Tim Participações S.A.

A Tim Participações S.A. foi a empresa que demonstrou os resultados menos expressivos ao longo do período estudado.

A margem líquida da empresa para o ano de 2008 foi de apenas 1,38%. Apesar do aumento de 19%, o valor do indicador não passou de 1,64% para o exercício seguinte. Em 2010, um novo aumento, desta vez de 18%, foi encontrado, obtendo a empresa margem líquida de 1,93%.

A rentabilidade do ativo apresentou valores semelhantes aos da margem líquida para o período estudado. Em 2008, o valor do indicador ficou em 1,11%. No exercício social de 2009, o indicador sofreu alta de 11%, alcançando o valor de 1,23%. Para o último exercício social do período estudado, no entanto, o valor do indicador caiu para 0,79%, apresentando variação de 36%.

O retorno do patrimônio líquido, por sua vez, apresentou variações semelhantes às da rentabilidade do ativo. Para o ano de 2008, o indicador apresentou valor de 2,31%. Já em 2009, o valor encontrado foi de 2,58%, com alta de 12%. Indo de encontro ao movimento apresentado no ano anterior, o retorno do patrimônio líquido fechou em 1,55% em 2010, registrando queda de 40%.

A Tim, quanto ao *dividend yield*, percebeu valores discretos ao longo do estudo. Em 2008, foi de apenas 2,40%, ficando abaixo apenas do valor apresentado pela Petrobrás. Para o ano seguinte, alcançou o seu valor máximo de 3,80% no período, recuando para 2,40% ao final do primeiro semestre de 2010.

O LPA da Tim foi praticamente inexpressivo ao longo do período estudado. No exercício social de 2008, houve um lucro potencial de R\$ 0,08 por ação adquirida. Em 2009, o valor ficou praticamente inalterado, ficando em R\$ 0,09. Ao final do primeiro semestre de 2010, o valor caiu para R\$ 0,05.

4.2.1.5 Tele Norte Leste Participações S.A. – Telemar

A Telemar foi, apesar de demonstrar melhores resultados do que a Tim ao longo de todo o período estudado, a única empresa do segmento que apresentou valores negativos para os em 2009.

A margem líquida da empresa, em 2008, foi de 6,16%. Em 2009, quando a empresa apresentou seus piores resultados, o valor da margem líquida ficou em -1,46%. Para o último ano do período, o valor apresentado foi próximo ao apresentado em 2008: 6,33%.

Quanto ao retorno do ativo, a empresa obteve um valor de, aproximadamente, R\$ 0,03 para cada R\$ 1,00 investido. No ano seguinte, o indicador registrou valor negativo de 0,72%. Por fim, em 2010, o retorno do ativo apresentou valor de 1,49%.

O retorno do patrimônio líquido foi de, aproximadamente, R\$ 0,12 para cada R\$ 1,00 em 2008. No exercício social seguinte, houve prejuízo de cerca de R\$ 0,05 para cada R\$ 1,00 de capital próprio. Ao final do primeiro semestre de 2010, o retorno voltou à casa de R\$ 0,12 para cada R\$ 1,00 investido pelos acionistas.

O retorno em dividendos da empresa foi o maior evidenciado no segmento em questão. Em 2008, o valor encontrado foi de exatos 12%. No exercício social seguinte, o índice alcançou a marca de 16,20%, recuando, em 2010, para 8,50%.

O lucro por ação da Telemar fechou em R\$ 3,02 para o ano de 2008. Em 2009, houve um prejuízo de R\$ 1,14 para cada ação da empresa. Ao final do período estudado, o lucro por ação foi de R\$ 2,46.

4.2.1.6 Souza Cruz S.A.

Pode-se destacar a Souza Cruz como a empresa de melhor desempenho durante o período analisado para o segmento em questão, principalmente, no que tange aos indicadores de rentabilidade (ativo e patrimônio líquido).

Sua margem líquida, em 2008, foi de 23,57%, a segunda maior do período. Em 2009, com aumento de 9%, a margem líquida atingiu o valor de 25,63%. Em 2010, o indicador foi impulsionado por novo aumento: 8%. A margem líquida do referido exercício social ficou em 27,58%, tornando-se também a maior desse exercício.

O retorno do ativo foi, embora tenha havido variações, o maior para todos os exercícios analisados. Seu valor, em 2008, foi de 34,58%. Em 2009, com um aumento de 12%, o retorno foi de cerca de R\$ 0,39 para cada R\$ 1,00 investido na empresa. Em 2010, no entanto, esse valor caiu 56%, ficando em 17,03%.

O retorno do patrimônio líquido foi de notáveis 58,71% em 2008. Para o ano de 2009, houve um aumento de 33%, chegando a atingir 78,34%. Em 2010, entretanto, houve uma drástica redução de 55%, descendo até o valor de 35,31%. Ainda assim, o retorno do capital próprio foi o maior do segmento para o ano em questão.

O *dividend yield* da empresa foi de 6,40% em 2008. Com um acréscimo significativo em 2009, o retorno em dividendos chegou ao valor de 11,50%, mas, em 2010, recuou para praticamente metade do valor observado no primeiro ano: 3,60%.

O LPA encontrado foi de R\$ 4,09 em 2008. Para o ano seguinte, houve um aumento de 19%, quando o índice chegou a R\$ 4,86. No último ano, o lucro por ação teve corte de 52%, indo para R\$ 2,31.

4.2.1.7 Resultados do Mercado Tradicional

Conforme pode ser visto na Tabela 6, os resultados do período analisado por este trabalho foram reunidos em apenas um valor para cada empresa e para o segmento em

questão, sendo esse valor expresso através da média dos valores encontrados em cada exercício social.

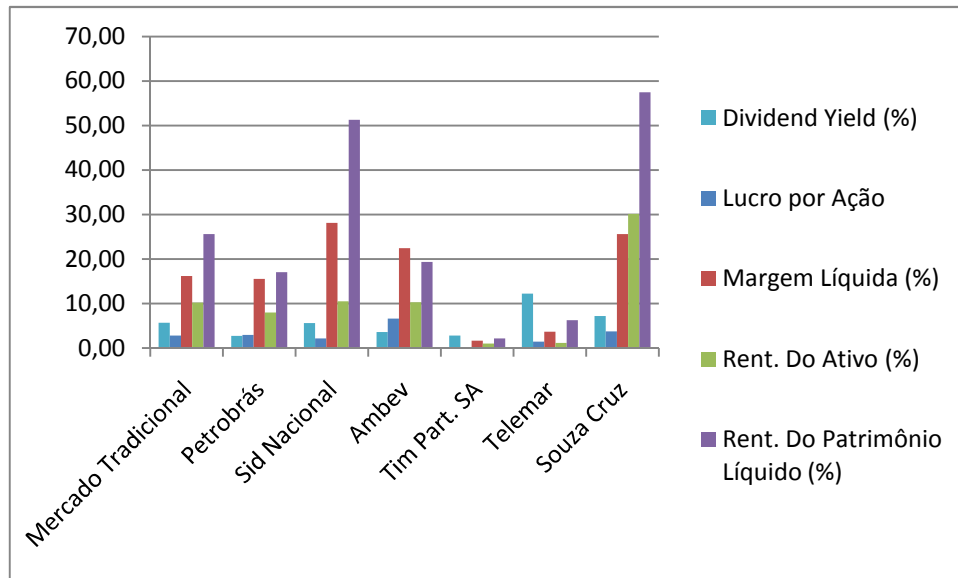


Gráfico 5 – Resultados financeiros do Mercado Tradicional.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Econômica e do *website* da Bovespa.

Analisando o Gráfico 5, percebe-se o grande desempenho da empresa Souza Cruz quando comparada com as demais companhias, conforme já havia sido mencionado anteriormente. As empresas Tim Participações S.A. e Telemar, no entanto, ficaram bem abaixo da média em relação aos indicadores observados para o Mercado Tradicional. Muitas explicações poderiam ser levantadas a respeito do desempenho das duas empresas; o fato de que as duas pertencem ao mesmo ramo de atividade (telecomunicações), no entanto, sugere que as respostas possam estar ligadas a essa característica, não descartando outros fatos, como os relacionados à economia brasileira, por exemplo.

4.2.2 Empresas do Nível 1

Abaixo, segue a tabela com indicadores para as empresas listadas no Nível 1 da Bovespa.

Tabela 7 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Nível 1 da Bovespa.
Continua

2008					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 1	3,85	R\$ 1,58	13,24	3,80	6,02
Vale (VALE5)	2,10	R\$ 4,23	30,17	11,45	22,10
ItauUnibanco (ITUB4)	3,80	R\$ 2,30	12,05	1,23	17,87
Bradesco (BBDC4)	2,50	R\$ 2,05	13,23	1,68	22,24
Usiminas (USIM5)	4,70	R\$ 3,27	20,53	11,69	21,45
Cemig (CMIG4)	5,50	R\$ 2,77	17,33	7,75	20,18
Braskem (BRKM5)	4,50	-R\$ 5,14	-13,88	-10,98	-67,72
2009					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 1	3,72	R\$ 2,02	13,37	4,07	15,84
Vale (VALE5)	4,30	R\$ 1,97	21,13	5,83	10,71
ItauUnibanco (ITUB4)	2,90	R\$ 2,23	13,12	1,65	19,86
Bradesco (BBDC4)	4,00	R\$ 2,15	12,74	1,58	19,19
Usiminas (USIM5)	5,10	R\$ 1,25	11,32	4,78	7,82
Cemig (CMIG4)	6,00	R\$ 2,73	15,90	6,45	18,11
Braskem (BRKM5)	0,00	R\$ 1,78	6,02	4,15	19,34

Tabela 7 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Nível 1 da Bovespa.
Conclusão

2010					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 1	1,33	R\$ 1,00	13,88	1,82	6,72
Vale (VALE5)	1,00	R\$ 1,83	30,64	4,77	9,01
Itaunibanco (ITUB4)	1,20	R\$ 1,41	17,17	0,98	11,62
Bradesco (BBDC4)	0,80	R\$ 1,20	14,14	0,81	10,18
Usiminas (USIM5)	0,30	R\$ 0,67	9,92	2,28	3,99
Cemig (CMIG4)	4,70	R\$ 1,04	12,10	2,30	6,44
Braskem (BRKM5)	0,00	-R\$ 0,12	-0,71	-0,24	-0,91
Média					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 1	2,97	R\$ 1,53	13,50	3,23	9,53
Vale (VALE5)	2,47	R\$ 2,67	27,31	7,35	13,94
Itaunibanco (ITUB4)	2,63	R\$ 1,98	14,11	1,29	16,45
Bradesco (BBDC4)	2,43	R\$ 1,80	13,37	1,36	17,20
Usiminas (USIM5)	3,37	R\$ 1,73	13,92	6,25	11,09
Cemig (CMIG4)	5,40	R\$ 2,18	15,11	5,50	14,91
Braskem (BRKM5)	1,50	-R\$ 1,16	-2,86	-2,36	-16,43

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

4.2.2.1 Vale S.A.

A margem líquida da Vale foi a maior apresentada dentre as empresas do Nível 1 durante os três exercícios sociais do estudo. O indicador atingiu o valor de 30,17% no ano de 2008. Apesar da redução de 30% no seu valor, ficando, assim, em 21,13% em 2009, a margem líquida permaneceu como a mais alta. Em 2010, no entanto, houve um aumento de 45% no seu valor, alcançando a marca de 30,64%.

O retorno do ativo foi, para o exercício de 2008, de 11,45%. Em 2009, a rentabilidade do ativo caiu 49%, indo para o valor de 5,83%. Ao final do primeiro semestre de 2010, o indicador voltou a apresentar nova queda, desta vez de 18%, atingindo o valor de 4,77%.

O retorno do patrimônio líquido da empresa observou movimento semelhante ao da rentabilidade do ativo, partindo de 22,10% em 2008 para 10,71% no exercício seguinte, com

uma variação de 52%. Em 2010, outra queda foi registrada para o indicador, alcançando o valor de 9,01% após variação negativa de 16%.

O *dividend yield* da empresa foi de 2,10% em 2008. No ano seguinte, o índice aumentou para 4,30%, entretanto, em 2010, seu valor passou a ser de apenas exato 1%.

O lucro por ação da Vale foi o mais alto, em 2008, dentre as empresas estudadas, com valor de R\$ 4,23. Seu valor reduziu consideráveis 53% no exercício seguinte, evidenciando um lucro de R\$ 1,97 por ação. Em 2010, o LPA voltou a cair, indo para R\$ 1,83 depois de redução de 7%.

4.2.2.2 Itaú Unibanco Holding S.A.

A margem de lucro da Itaú Unibanco Holding S.A. mostrou crescimento ao longo do período de análise. Em 2008, seu valor era de 12,05%, ficando à frente apenas da empresa Braskem, que, como será visto adiante, apresentou resultados negativos no mesmo período. Para o exercício de 2009, houve aumento de 9% no indicador, alcançando a marca de 13,12%. Em 2010, novo crescimento foi registrado, passando de 13,12% para 17,17% (aumento de 31%).

O retorno do ativo apresentado foi um dos mais baixos do segmento, com valor de 1,23% para o ano de 2008. Apesar do aumento de 34% para o ano seguinte, o indicador da empresa continuou sendo um dos mais baixos, registrando valor de 1,65%. Já no exercício de 2010, seu valor reduziu 41%, passando a pouco menos de 1%.

A rentabilidade do patrimônio líquido da empresa ficou em 17,87% para o ano de 2008. No exercício seguinte, houve aumento de 11%, sendo, desta vez, o indicador de maior valor para o período em questão: 19,86%. No final do primeiro semestre de 2010, no entanto, a empresa apresenta redução no seu indicador no valor de 41%, alcançando a marca de 11,62%.

O rendimento em dividendos, para o ano de 2008, foi de 3,80%, evidenciando quedas sucessivas para os anos posteriores. No exercício social de 2009, houve redução do índice para 2,90% e, em 2010, para 1,20%.

O LPA da Itáú Unibanco Holding S.A. ficou em R\$ 2,30 para o exercício de 2008. Em 2009, houve pequena redução de 3%, ficando em R\$ 2,23. Em 2010, nova redução é observada: o indicador caiu 37% e atingiu o valor de R\$ 1,41.

4.2.2.3 Banco Bradesco S.A.

O Banco Bradesco apresentou margem de lucro estável ao longo do período estudado. No exercício social de 2008, a margem foi de 13,23%, valor que sofreu pequena redução de 4% para o ano seguinte, quando caiu para 12,74%. No último exercício social do período analisado, o valor da margem superou o valor inicial de 13,23%, subindo 11% quando comparado com o ano de 2009.

A rentabilidade do ativo foi uma das mais baixas do segmento, acompanhando o desempenho da Itáú Unibanco Holding. Em 2008, o retorno do ativo foi de apenas 1,68%. Para o exercício de 2009, o valor sofreu redução de 6%, caindo para 1,58%. No último exercício, nova queda foi registrada: perda de 49%, chegando a 0,81% de margem líquida.

Contrastando com a rentabilidade do ativo, a rentabilidade do patrimônio líquido da empresa destacou-se como uma das melhores do segmento durante o período de estudo. Para o exercício social de 2008, seu valor foi o mais alto: 22,24%. Apesar de redução de 14% no ano seguinte, o retorno sobre capital próprio foi um dos mais significativos, com valor de 19,19%. Ao final do primeiro semestre de 2010, uma nova queda foi registrada para a empresa: o retorno sobre o capital próprio caiu expressivos 47%, ficando em 10,18%. Ainda com essa perda, o indicador foi um dos mais relevantes do segmento para o exercício em questão.

O *dividend yield* do Bradesco foi de 2,50% no primeiro ano da pesquisa. Para o ano seguinte, houve acréscimo de 1,5% pontos percentuais, chegando à marca de exatos 4%. Em 2010, no entanto, o índice caiu drasticamente, ficando em apenas 0,80%.

O lucro por ação apresentado, no ano de 2008, foi de R\$ 2,05, sendo superior apenas ao do apresentado pela Braskem, que obteve resultados negativos. Em 2009, houve um acréscimo de 5%, ficando o LPA em R\$ 2,15. Por fim, ao final do primeiro semestre de 2010, houve redução de 44%, puxando o LPA para o valor de R\$ 1,20.

4.2.2.4 Usinas Sid. De Minas Gerais – Usiminas

A Usiminas apresentou, em 2008, uma margem de lucro expressiva, sendo esta menor apenas do que a apontada pela Vale. Seu valor, para o ano mencionado, foi de 20,53%. Para o exercício social seguinte, houve redução significativa do indicador: após queda de 45%, seu valor ficou em 11,32%. Em 2010, o valor da margem líquida evidenciou nova queda, ficando em 9,92% após redução de 12%.

A rentabilidade do ativo apresentou quedas para os dois exercícios que sucederam o ano de 2008. Inicialmente, o retorno foi de 11,69%. No ano seguinte, com perda de 59%, o indicador passou a apontar retorno de 4,78%. Finalmente, no último ano, outra redução no valor do indicador foi encontrada: diminuição de 52%, com um retorno, ao final do primeiro semestre de 2010, de 2,28%.

O retorno do capital próprio teve a mesma tendência observada na rentabilidade do ativo. Apesar de evidenciar uma rentabilidade do patrimônio líquido de 21,45% em 2008, o seu valor foi reduzido drasticamente em 64% até atingir a marca de 7,82% em 2009. Para o último exercício do período, nova queda registrada: redução de 49%, chegando a 3,99% de retorno do capital próprio.

O retorno em dividendos da Usiminas um dos maiores do segmento em 2008, ficando em 4,70%. No exercício seguinte, houve aumento de 9%, chegando a 5,10%. O valor em 2010, entretanto, foi praticamente nulo, quando se registrou apenas 0,30% para o índice.

O lucro por ação, assim como o retorno do ativo e o retorno do capital próprio, destacou-se pela sua queda quanto ao seu valor no período de análise. Embora o LPA tenha sido de R\$ 3,27 em 2008, sendo um dos mais altos no período, a redução de 62% no seu valor puxou o indicador para R\$ 1,25 em 2009. No ano seguinte, outra queda expressiva marcou o LPA da empresa: perda de 46%, levando o lucro por ação ao valor de R\$ 0,67.

4.2.2.5 Cia Energética de Minas Gerais – CEMIG

A Cemig demonstrou pequenas reduções quanto à sua margem de lucro ao longo do período. Em 2008, a margem líquida da empresa foi de 17,33%. Este valor sofreu redução de 8% para o ano de 2009, ficando a margem de lucro em 15,90%. Até a metade de 2010, o valor reduziu novamente (24%), deixando a margem líquida em 12,10%.

A rentabilidade do ativo também ficou sujeita a quedas durante o período estudado. Ao final de 2008, o retorno do ativo foi de, aproximadamente, 7,75%. Após uma diminuição de 17%, o retorno passou a ser de 6,45% em 2009. O primeiro semestre de 2010 foi marcado por uma queda mais acentuada do indicador: diante de uma perda de 64%, o indicador passou a registrar o valor de 2,30%.

Quanto ao retorno do patrimônio líquido, a empresa apresentou um valor de 20,18% para o ano de 2008. O retorno de capital próprio sofreu pequena diminuição para o ano seguinte, quando passou a ser de 18,11% após queda de 10%. Em 2010, o retorno foi seriamente prejudicado após relevante queda de 64%, ficando seu valor em 6,44%.

A Cemig foi a melhor empresa do segmento em termos de retorno em dividendos. Em 2008, o índice da empresa foi de 5,50%, subindo para 6,00% no ano seguinte. No ano final, houve recuo para o valor de 4,70%.

O lucro por ação observado em 2008 foi de R\$ 2,77. Esse valor sofreu irrisória variação no ano seguinte, quando passou a ser de R\$ 2,73 após redução de 1%. A redução mais notória aconteceu ao final do primeiro semestre de 2010, quando o LPA caiu para R\$ 1,04, apresentando uma variação negativa de 62%.

4.2.2.6 Braskem S.A.

A Braskem foi a única empresa que apresentou indicadores negativos ao longo do período estudado. Apesar de, em 2009, os valores terem sido positivos, o mesmo não aconteceu para os anos de 2008 e 2010.

A margem líquida da empresa foi de -13,88% em 2008. O resultado de 2009, que, embora positivo, foi o menor dentre as empresas analisadas, ficou em 6,02%, sendo revertido, entretanto, para um pequeno valor negativo de 0,71% no ano seguinte.

O retorno do ativo demonstrou o mesmo acontecimento verificado na margem líquida. A rentabilidade do que foi investido na empresa foi negativa em 2009, sendo evidenciado o valor de -10,98% para o indicador. O valor positivo de 4,15% encontrado em 2009, no entanto, acabou superando os valores observados para o Itaú Unibanco Holding e Bradesco. Em 2010, a empresa viu novamente o indicador tornar-se negativo, passando a ser de -0,24%.

O retorno do capital apresentado foi extremamente preocupante em 2008, quando foi registrado um valor de -67,72%. Essa situação reverteu-se em 2009, quando o indicador passou a ser de 19,34%, chegando próximo aos valores mais altos do segmento. Em 2010, no entanto, o valor passou a ser negativo novamente: -0,91%.

A Braskem apresentou valor de 4,50% para o *dividend yield* em 2008. A empresa, no entanto, não apresentou distribuição de dividendos para os anos seguintes.

O LPA, a exemplo dos outros indicadores, apresentou valor negativo no ano de 2008: prejuízo de R\$ 5,14 por ação. Em 2009, o valor passou a ser positivo, ficando em R\$ 1,78. Para o ano de 2010, a empresa não foi capaz de continuar gerando lucro, e o LPA passou a ser um prejuízo de R\$ 0,12.

4.2.2.7 Resultados do Nível 1

Segundo a Tabela 7, verifica-se, como já mencionado anteriormente, que a Braskem foi a empresa que não apresentou bons resultados ao longo do período estudado. Outro ponto que chama atenção foi a semelhança de desempenho observado para o Bradesco e para o Itaú Unibanco Holding. Assim como no Mercado Tradicional, onde as empresas Tim Participações e Telemar demonstraram resultados parecidos, aqui ocorre o mesmo. Uma possível razão é o fato de que as duas empresas pertencem ao mesmo ramo de atividade, o mesmo acontecido com as duas companhias citadas do Mercado Tradicional (as duas pertencem ao ramo de telecomunicações).

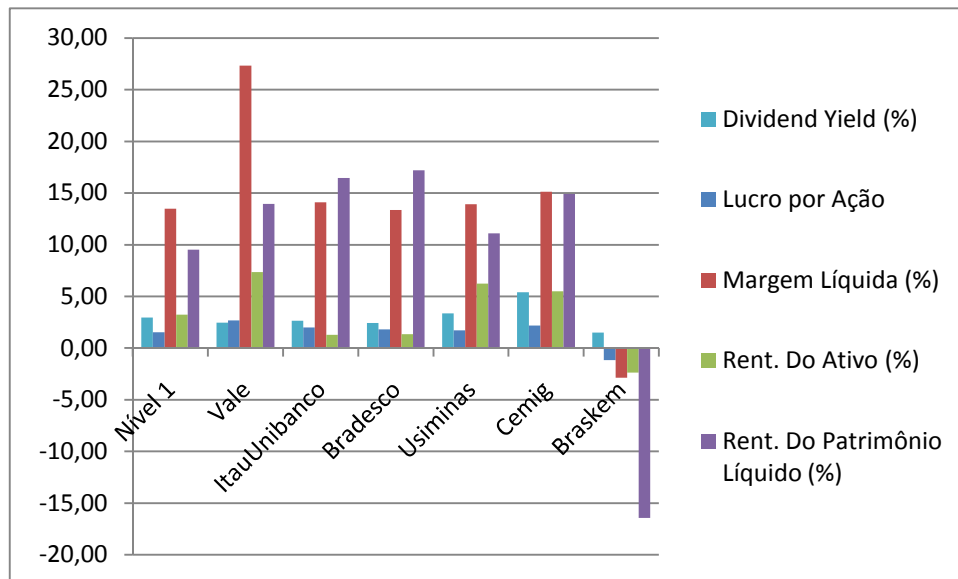


Gráfico 6 – Resultados financeiros do Nível 1.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Através do Gráfico 6, onde foram registradas as médias de cada empresa para o período de estudo e também a média do Nível 1, é possível perceber que o segmento foi fortemente impactado pelo resultado negativo da Braskem, principalmente no que se refere à rentabilidade do patrimônio líquido, que ficou abaixo dos 10%.

Destacam-se, no segmento, pelo bom desempenho, as empresas Vale e Cemig, seguidas pela Usiminas. Além de possuírem boas margem líquida e rentabilidade do patrimônio líquido, as empresas mencionadas conseguiram apresentar um retorno do ativo acima da média encontrada para o segmento.

4.2.3 Empresas do Nível 2

A seguir, seguem as informações relativas às empresas listadas no Nível 2 da Bovespa.

Tabela 8 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Nível 2 da Bovespa.

2008					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 2	2,77	-R\$ 0,05	2,86	2,32	-23,47
Saraiv Livr (SLED4)	1,90	R\$ 2,55	6,59	10,56	21,45
All Amer Lat (ALLL11)	0,40	R\$ 0,06	7,04	1,50	7,08
Net (NETC4)	0,00	-R\$ 0,28	-2,57	-1,56	-3,59
Tam (TAMM4)	1,10	-R\$ 9,04	-12,84	-10,29	-216,54
Eletropaulo (ELPL6)	10,00	R\$ 6,14	13,64	8,18	31,14
Marcopolo (POMO4)	3,20	R\$ 0,30	5,31	5,52	19,67
2009					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 2	7,32	R\$ 3,27	9,15	6,67	28,26
Saraiv Livr (SLED4)	8,60	R\$ 1,88	4,23	6,28	14,36
All Amer Lat (ALLL11)	0,70	R\$ 0,01	1,28	0,26	0,83
Net (NETC4)	0,00	R\$ 2,15	15,95	8,83	20,98
Tam (TAMM4)	0,00	R\$ 8,94	13,56	10,22	82,14
Eletropaulo (ELPL6)	24,50	R\$ 6,35	13,21	8,97	32,40
Marcopolo (POMO4)	10,10	R\$ 0,31	6,64	5,48	18,86
2010					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 2	3,00	R\$ 0,62	6,42	2,33	3,00
Saraiv Livr (SLED4)	0,00	R\$ 0,72	2,88	2,51	5,17
All Amer Lat (ALLL11)	0,10	R\$ 0,04	10,85	1,23	3,86
Net (NETC4)	0,00	R\$ 0,30	3,98	1,21	2,84
Tam (TAMM4)	4,10	-R\$ 1,41	-4,07	-1,60	-26,96
Eletropaulo (ELPL6)	12,30	R\$ 3,72	14,34	4,98	15,95
Marcopolo (POMO4)	1,50	R\$ 0,33	10,53	5,63	17,13
Média					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Nível 2	4,36	R\$ 1,28	6,14	3,77	2,60
Saraiv Livr (SLED4)	3,50	R\$ 1,72	4,57	6,45	13,66
All Amer Lat (ALLL11)	0,40	R\$ 0,04	6,39	1,00	3,92
Net (NETC4)	0,00	R\$ 0,72	5,79	2,83	6,74
Tam (TAMM4)	1,73	-R\$ 0,50	-1,12	-0,56	-53,79
Eletropaulo (ELPL6)	15,60	R\$ 5,40	13,73	7,38	26,50
Marcopolo (POMO4)	4,93	R\$ 0,31	7,49	5,54	18,55

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

4.2.3.1 Saraiva S.A. Livreiros Editores

A Saraiva apresentou uma margem de lucro igual a 6,59% para o ano de 2008. Com uma redução de 36%, a margem líquida da empresa passou a ser de 4,23%. Ao final do primeiro semestre de 2010, o indicador passou a ser de 2,88%, com redução de 32%.

O retorno do ativo foi o mais alto, quando comparado com o retorno das demais empresas, em 2008. Nesse ano, o retorno do que foi investido na empresa foi de 10,56%. Para o ano seguinte, houve uma redução de 41%, passando a ser o retorno de 6,28%. Por fim, em 2010, uma nova queda, mais abrupta, foi registrada: perda de 60% na rentabilidade do ativo, chegando ao valor de 2,51%.

O retorno sobre o capital próprio demonstrou um bom resultado em 2008, mas sofreu quedas consecutivas durante o período de análise. Naquele ano, o retorno foi de 21,45%, entretanto, foi impactado por uma diminuição de 33% no ano seguinte, quando o valor passou a ser de 14,36%. Para o ano seguinte, nova queda foi verificada: perda significativa de 64%, passando o indicador a valer 5,17%.

O *dividend yield* da empresa, em 2008, foi de 1,90%. No ano seguinte, o índice aumentou substancialmente, chegando ao valor de 8,60%. No ano de 2010, no entanto, a empresa não distribuiu dividendos.

O lucro por ação passou de R\$ 2,55 em 2008 para R\$ 1,88 em 2009, apontando uma redução de 26%. Em 2010, esse valor diminuiu ainda com maior intensidade, quando passou a ser de R\$ 0,72 após queda de 62%.

4.2.3.2 ALL América Latina Logística S.A.

Em termos de margem líquida, a ALL América Latina Logística apresentou valor de 7,04% para 2008. No ano posterior, esse valor caiu drasticamente, chegando a 1,28% depois de uma variação de 82%. Esse valor, então foi impulsionado por aumento de 748%, chegando a 10,85% em 2010.

Em relação ao retorno do ativo, em 2008, o valor apresentado ficou acima apenas dos apontados pelas empresas Net e Tam, que tiveram indicadores negativos. A rentabilidade do total investido na empresa não passou de 1,50% naquele ano. Para 2009, o retorno foi praticamente levado a zero: 0,26% (queda de 83%). Em 2010, no entanto, o valor ficou próximo do encontrado em 2008: 1,23%.

A rentabilidade do patrimônio líquido encontrada para o ano de 2008 foi de 7,08%. Em 2009, esse valor foi reduzido fortemente, ficando pouco abaixo de 1% (0,83%). Para o ano de 2010, demonstrou-se alta para o retorno sobre o capital próprio, chegando ao valor de 3,86%.

A empresa apresentou retorno em dividendos menor que 1% nos três anos da pesquisa. Em 2008, o valor foi de 0,40%. No ano seguinte, o índice passou a ser de 0,70%, caindo, em 2010, para apenas 0,10%.

O lucro por ação manteve-se estável, porém, próximo de zero durante todo o período deste estudo. Em 2008, o LPA foi de R\$ 0,06. No ano seguinte, o indicador foi praticamente nulo: R\$ 0,01. Ao final do primeiro semestre, o lucro por ação passou para R\$ 0,04.

4.2.3.3 NET Serviços de Comunicação S.A.

A Net, juntamente com a Tam, foi a empresa que apresentou resultados negativos para o exercício social de 2008. O desempenho dessas empresas ficou bem abaixo do desempenho das outras empresas do segmento.

A margem de lucro da empresa, para o ano de 2008, foi de -2,57%, ou seja, um prejuízo de 2,57% em relação à receita líquida da empresa. Para o ano seguinte, entretanto, a margem de lucro apresentada foi a mais alta do segmento, chegando a quase 16%. Em 2010, esse valor caiu para 3,98%, registrando queda de 75%.

A rentabilidade do ativo, a exemplo da margem de lucro, expressou valor negativo em 2008: -1,56%. Para o exercício social de 2009, o retorno do total investido foi positivo e apresentou valor de 8,83%. Para o final do primeiro semestre de 2010, a empresa viu o retorno do investimento total cair para apenas 1,21%.

O retorno sobre o capital próprio manteve a tendência observada nos dois primeiros indicadores citados, apresentando valor negativo no primeiro ano, positivo no segundo e uma queda desse valor no terceiro. Em 2008, a rentabilidade do patrimônio líquido foi de -3,59%; em 2009, quase 21%. Para o último ano, houve notória redução do indicador, diminuindo até alcançar o valor de 2,84%.

Em termos de *dividend yield*, a Net não distribuiu dividendos ao longo dos três anos da pesquisa.

A empresa demonstrou prejuízo para cada ação existente de R\$ 0,28 no primeiro ano. Em 2009, todavia, o LPA passou a ser de R\$ 2,15. Já em 2010, esse valor foi reduzido para R\$ 0,30, evidenciando uma significativa redução do lucro gerado para cada ação da empresa.

4.2.3.4 TAM S.A.

A Tam, inquestionavelmente, foi a empresa que demonstrou os piores resultados do segmento durante o período analisado. Ainda, seus indicadores oscilaram consideravelmente durante esse período, denotando certo risco.

A margem líquida da companhia foi de -12,84% em 2008. Esse valor foi revertido por um valor positivo de 13,56% em 2009, mas a margem de lucro voltou a ficar abaixo de zero no ano seguinte: -4,07%.

A rentabilidade do ativo seguiu a tendência da margem líquida e fechou o ano de 2008 com valor de -10,29%. Ao final de 2009, o valor foi praticamente invertido: a empresa mostrou valor positivo de 10,22%. O retorno do total investido na empresa, no entanto, voltou a ficar abaixo de zero em 2010, quando a empresa apresentou valor de -1,60%.

O retorno do capital próprio, por sua vez, foi extremamente preocupante em 2008, chegando a incríveis -216,54%. Para o ano seguinte, a empresa demonstrou, entretanto, valor consideravelmente alto para o indicador: valor positivo de 82,14%. A rentabilidade do patrimônio líquido, no entanto, voltou a apresentar valor negativo em 2010: aproximadamente 27%.

O retorno em dividendos da Tam, para o exercício social de 2008, foi de 1,10%. Após não distribuir dividendos em 2009, o valor do índice foi de 4,10% ao final do primeiro semestre de 2010.

O valor encontrado para o LPA da empresa foi valor negativo de R\$ 9,04 em 2008. No ano posterior, o lucro por ação foi positivo e de valor quase idêntico ao do ano anterior em termos absolutos: R\$ 8,94. Em 2010, o valor voltou a ser negativo: prejuízo de R\$ 1,41 por ação.

4.2.3.5 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.

A Eletropaulo pode ser destacada como a empresa de melhor desempenho dentre as selecionadas na amostra para o segmento. Ao contrário da Tam e da Net, os indicadores da empresa foram todos positivos. Não obstante, tais indicadores foram os mais altos para quase todos os casos estudados.

A margem líquida da empresa para o ano de 2008 foi de 13,64%. Para o ano seguinte, a margem de lucro manteve-se praticamente inalterada: queda de 3%, chegando a 13,21%. No ano final, o lucro em relação à receita líquida aumentou, chegando aos 14,34%, com alta de 9%.

Em 2008, a rentabilidade do ativo ficou abaixo apenas da apresentada pela Saraiva. O seu valor foi de 8,18% para o referido exercício social. No ano de 2009, houve leve aumento desse valor, passando para 8,97%. Ao final do período de análise, na metade de 2010, a empresa viu o retorno do total investido diminuir praticamente pela metade, quando o indicador passou a apresentar o valor de 4,98%.

Em relação ao retorno do capital próprio, o valor apresentado em 2008 foi maior para o ano em questão, atingindo a marca de 31,14%. Em 2009, uma leve alta de 4% foi registrada, levando o indicador ao valor de 32,40%. Já em 2010, a exemplo do que ocorreu com o retorno do ativo, a rentabilidade do patrimônio cedeu pouco mais que a metade de seu valor, ficando em 15,95%.

A Eletropaulo foi a empresa com maior destaque em termos de retorno em dividendos. O valor do índice foi de exatos 10% no primeiro ano do estudo, observando aumento

considerável em 2009, quando atingiu a marca de 24,50%. No último ano, entretanto, o índice caiu praticamente pela metade, ficando em 12,30%.

O LPA da empresa foi o mais alto dentre as empresas analisadas, com valor de R\$ 6,14 em 2008. Para 2009, houve leve incremento em seu valor, passando a R\$ 6,35 e ficando atrás apenas do resultado obtido pela Tam naquele ano. Em 2010, no entanto, com redução de 41%, o lucro gerado por ação ficou em R\$ 3,72.

4.2.3.6 Marcopolo S.A.

A margem de lucro da Marcopolo, apesar de ser a mais baixa em 2008, apresentou crescimento em todos os anos do período deste estudo. O seu valor naquele ano foi de 5,31%. Para o ano de 2009, houve um aumento de 25%, chegando a 6,64%. Para o ano final, o crescimento foi ainda mais expressivo, sendo este de 59% e fazendo a margem líquida chegar a 10,53%.

A rentabilidade do ativo manteve-se praticamente estável ao longo do período em questão. Em 2008, seu valor era de 5,52%. No ano seguinte, o indicador sofreu leve baixa, ficando em 5,48%. Após, ao final do primeiro semestre de 2010, um movimento de alta foi registrado para o retorno do total investido, alcançando o indicador a marca de 5,63%.

O retorno sobre o capital próprio sofreu pequenas reduções ao longo dos anos em que a análise ocorreu. Após fechar o exercício social de 2008 com rentabilidade de 19,67%, o indicador percebeu queda de 4% no seu valor, atingindo 18,86% em 2009. No ano final, nova diminuição na rentabilidade do patrimônio líquido foi evidenciada: perda de 9%, ficando o indicador em 17,13%.

O desempenho da Marcopolo quanto ao *dividend yield*, em 2008, foi de 3,20%. No exercício seguinte, o valor passou a ser de 10,10%, sofrendo queda drástica no ano final, quando ficou em apenas 1,50%.

O lucro por ação, assim como o ocorrido com a rentabilidade do ativo, permaneceu praticamente inalterado ao longo dos anos da análise, embora tenha apresentado valores baixos. Em 2008, o LPA foi de R\$ 0,30. No exercício social seguinte, o valor continuou muito

próximo do encontrado no ano anterior: R\$ 0,31. Ao final do primeiro semestre de 2010, não houve mudança significativa: R\$ 0,33.

4.2.3.7 Resultados do Nível 2

Como mencionado anteriormente, percebe-se, através da Tabela 8, que as empresas Tam e Net destacam-se pelos seus valores negativos durante o período estudado. A Eletropaulo, no entanto, foi a empresa com o melhor desempenho dentre as selecionadas no Nível 2, seguida pela Marcopolo, que apresentou resultados satisfatórios, apesar de o lucro por ação ser baixo.

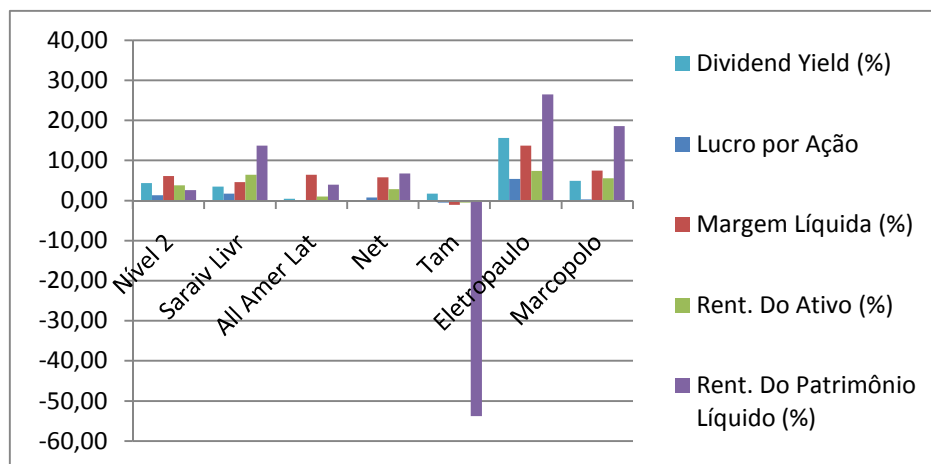


Gráfico 7 – Resultados financeiros do Nível 2.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Através da visualização do Gráfico 7, os desempenhos da Eletropaulo e da Marcopolo ficam mais evidentes quando comparados com a média do segmento, representada pelos resultados do Nível 2. Os resultados da Net, por mais que tenham sido negativos no primeiro ano do estudo, foram positivos em função da média apresentada ao longo de todo o período. O que chama mais a atenção, no entanto, é o valor negativo para a rentabilidade do patrimônio líquido da Tam, que fica evidente através do gráfico.

4.2.4 Empresas do Novo Mercado

Na tabela abaixo, seguem as informações a respeito dos resultados financeiros para as companhias listadas no Novo Mercado.

Tabela 9 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa.
Continua

2008					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Novo Mercado	1,98	R\$ 1,10	15,42	3,02	36,02
Brasil (BBAS3)	3,70	R\$ 3,45	15,41	1,69	29,40
BRF Foods (BRFS3)	0,80	R\$ 0,13	0,48	0,48	1,32
PDG Realt (PDGR3)	0,90	R\$ 0,62	14,82	5,62	12,36
Redecard (RDCD3)	3,90	R\$ 1,78	58,08	8,17	165,45
Embraer (EMBR3)	2,40	R\$ 0,59	3,65	1,99	7,18
JBS (JBSS3)	0,20	R\$ 0,02	0,09	0,16	0,42
2009					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Novo Mercado	3,35	R\$ 1,44	16,57	3,56	42,17
Brasil (BBAS3)	9,70	R\$ 3,95	15,44	1,43	28,09
BRF Foods (BRFS3)	0,80	R\$ 0,20	0,76	0,47	0,92
PDG Realt (PDGR3)	0,00	R\$ 1,06	17,04	5,54	11,50
Redecard (RDCD3)	6,70	R\$ 2,07	57,55	7,99	193,93
Embraer (EMBR3)	2,70	R\$ 1,24	8,27	5,61	17,82
JBS (JBSS3)	0,20	R\$ 0,09	0,38	0,30	0,77

Tabela 9 – Indicadores financeiros das empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa.
Conclusão

2010					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Novo Mercado	1,73	R\$ 0,72	15,56	1,58	20,04
Brasil (BBAS3)	3,50	R\$ 1,98	13,16	0,67	12,91
BRF Foods (BRFS3)	0,30	R\$ 0,21	1,74	0,74	1,39
PDG Realt (PDGR3)	1,20	R\$ 0,82	17,67	2,65	5,97
Redecard (RDCD3)	3,80	R\$ 1,08	56,93	4,21	96,55
Embraer (EMBR3)	1,30	R\$ 0,20	3,45	0,96	2,85
JBS (JBSS3)	0,30	R\$ 0,04	0,39	0,23	0,54
Média					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Novo Mercado	2,36	R\$ 1,09	15,85	2,72	32,74
Brasil (BBAS3)	5,63	R\$ 3,13	14,67	1,26	23,47
BRF Foods (BRFS3)	0,63	R\$ 0,18	0,99	0,56	1,21
PDG Realt (PDGR3)	0,70	R\$ 0,83	16,51	4,60	9,94
Redecard (RDCD3)	4,80	R\$ 1,64	57,52	6,79	151,98
Embraer (EMBR3)	2,13	R\$ 0,67	5,12	2,85	9,28
JBS (JBSS3)	0,23	R\$ 0,05	0,29	0,23	0,58

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

4.2.4.1 Banco do Brasil S.A.

O Banco do Brasil foi uma das companhias do Novo Mercado com melhor desempenho durante o período deste estudo.

Em relação à margem líquida, a empresa obteve um valor de 15,41% em 2008. Esse valor manteve-se praticamente sem alterações para o ano de 2009, quando o indicador chegou a 15,44%. No terceiro ano, no entanto, houve redução de 15%, deixando a margem de lucro com valor de 13,16%.

A rentabilidade do ativo ficou abaixo da média para o segmento, sendo de 1,69% para o ano de 2008. No exercício social seguinte, a empresa viu esse valor diminuir para 1,43%. Ao final do primeiro semestre de 2010, o retorno sobre o total investido caiu praticamente pela metade, alcançando o valor de 0,67%.

O retorno sobre o capital próprio sofreu perdas ao longo do período estudado, embora tenha apresentado um bom desempenho em 2008. Nesse ano, a rentabilidade do patrimônio líquido chegou a 29,40%. Para o ano de 2009, o índice recuou para 28,09% após queda de 4%. No último ano do período, o índice caiu para 12,91%: queda de 54%.

O *dividend yield* encontrado para a empresa em 2008 foi de 3,70%. No ano seguinte, o valor do índice passou a ser de 9,70%, recuando, no ano final do estudo, para o valor de 3,50%.

O lucro por ação observado para o Banco do Brasil foi o mais alto para o segmento em questão durante os três anos de estudo. Em 2008, o seu valor foi de R\$ 3,45. Após uma alta de 14%, o LPA foi impulsionado à marca de R\$ 3,95 em 2009. No ano final, o indicador caiu pela metade, recuando ao valor de R\$ 1,98.

4.2.4.2 BRF – Brasil Foods S.A.

A Brasil Foods, ao contrário do apresentado pelo Banco do Brasil, foi uma das empresas com menor desempenho dentre as empresas do segmento, acompanhando os resultados demonstrados pela JBS.

Em 2008, sua margem de lucro foi de 0,48%. Para o ano seguinte, a empresa percebeu um aumento para esse índice, que chegou ao valor de 0,76%. Em 2010, novo aumento foi registrado, fazendo com que a margem líquida alcançasse o patamar de 1,74% ao final do primeiro semestre do referido ano.

A rentabilidade do ativo encontrada foi de 0,48% para o ano de 2008. O valor permaneceu quase inalterado para o ano seguinte, quando a empresa apresentou retorno do ativo no valor de 0,47%. Ao final do primeiro semestre de 2010, o índice subiu para 0,74%.

O retorno do patrimônio líquido fechou o ano de 2008 com valor de 1,32%. A empresa, então, viu o índice cair para 0,92% no ano seguinte. Em 2010, o valor do retorno sobre capital próprio ficou perto do evidenciado em 2008, chegando a 1,39%.

O retorno em dividendos da Brasil Foods ficou abaixo de 1% ao longo de toda a pesquisa. Em 2008 e em 2009, o valor do índice foi igual a 0,80%. Ao final do primeiro

semestre de 2010, no entanto, houve queda de 0,5% ponto percentual, ficando o índice com valor de 0,30%.

O LPA teve altas ao longo do estudo, apesar de o valor, a exemplo dos demais índices, também ser baixo. Em 2008, a empresa apresentou lucro de R\$ 0,13 por ação. Em 2009, esse valor subiu para R\$ 0,20, ficando praticamente inalterado no ano seguinte, quando alcançou o valor de R\$ 0,21.

4.2.4.3 PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações

A PDG Realty, assim como o Banco do Brasil, demonstrou resultados exemplares ao longo do estudo quando comparados com as demais empresas do segmento.

A margem de lucro cresceu nos anos de 2009 e 2010 quando comparada à margem apresentada nos anos de 2008 e 2009 respectivamente. Em 2008, o valor da margem foi de 14,82%. No ano seguinte, o aumento de 15% levou a margem ao valor de 17,04%. No último ano, novo aumento foi registrado: alta de 4% desta vez, fazendo com que o índice alcançasse o valor de 17,67%

O retorno do ativo, ao contrário da margem líquida, apresentou reduções ao longo dos anos. Após divulgar retorno sobre o ativo de 5,62% em 2008, a empresa viu o índice sofrer leve queda, caindo para 5,54% em 2009. No ano final, a redução foi mais acentuada, deixando o retorno com um valor de 2,65%.

O retorno sobre o capital próprio, assim como aconteceu com o retorno do ativo, sofreu quedas durante os anos de estudo. No primeiro ano, o seu valor foi de 12,36%. Para o ano de 2009, houve redução de 7%, fazendo com que o índice recuasse até o valor de 11,50%. Em 2010, o retorno sobre capital próprio caiu quase pela metade, chegando ao valor de 5,97%.

O retorno em dividendos da PDG Realty foi de pouco menos de 1% em 2008. Após não distribuir dividendos em 2009, o *dividend yield* da empresa foi de 1,20% no ano final da pesquisa.

O LPA oscilou ao longo dos anos de análise. Em 2008, o seu valor foi de R\$ 0,62. No ano seguinte, o lucro por ação alcançou o valor de R\$ 1,06. Em 2010, esse valor recuou até o patamar de R\$ 0,82.

4.2.4.4 Redecard S.A.

A Redecard, com certeza, foi a empresa de melhores resultados para o segmento analisado. Com exceção do lucro por ação, todos os seus outros índices foram superiores aos das outras empresas do Novo Mercado.

A margem líquida da empresa foi de 58,08% em 2008. O índice sofreu pequenas reduções ao longo dos anos seguintes, caindo para 57,55% em 2009 e para 56,93 no final do primeiro semestre de 2010.

O retorno sobre o total investido na empresa foi chegou ao valor de 8,17% no ano de 2008. No ano seguinte, esse valor teve uma pequena queda, indo para 7,99%. Para o final do primeiro semestre de 2010, registrou-se queda mais significativa para o índice: o seu valor passou para 4,21% depois de redução de 47%.

O retorno do capital próprio foi o índice mais expressivo da empresa. Em 2008, para cada R\$ 1,00 investido com recursos próprios, a empresa lucrava cerca de R\$ 1,65. Em 2009, esse valor passou para cerca de R\$ 1,94 para cada R\$ 1,00 de investimento próprio. Em 2010, no entanto, o índice recuou bastante, demonstrando que a empresa lucrou, no primeiro semestre do referido ano, cerca de R\$ 0,97 para cada R\$ 1,00 de patrimônio líquido.

Os resultados equilibrados quanto ao *dividend yield* fizeram com que a empresa fosse uma das melhores no segmento quanto a esse índice. Em 2008, o valor do retorno em dividendos foi de 3,90%. No ano seguinte, o valor do índice sofreu aumento, fazendo com que passasse a responder por 6,70% do valor de mercado da ação da empresa. No ano final, o índice voltou praticamente ao valor inicial, ficando em 3,80%.

O LPA ficou abaixo apenas do apresentado pelo Banco do Brasil durante o período de análise. Em 2008, o seu valor foi de R\$ 1,78. Após alta de 16%, o valor do lucro por ação passou a ser de R\$ 2,07. Em 2010, a empresa percebeu queda de quase metade desse valor, passando o índice a ser de R\$ 1,08.

4.2.4.5 Embraer – Empresa Brasileira de Aeronáutica

Os resultados apresentados pela Embraer, sem exceção, oscilaram consideravelmente durante os anos da pesquisa.

A margem de lucro da Embraer foi de 3,65% em 2008. Esse valor subiu sensivelmente no ano seguinte, quando alcançou a marca de 8,27%, mas recuou fortemente ao final do primeiro semestre de 2010, quando o indicador passou a marcar 3,45%, aproximando-se do valor observado para o primeiro ano.

O retorno do ativo evidenciado para o ano de 2008 foi de 1,99%. Após forte alta no ano seguinte, o retorno passou a ser de 5,61%. Ao final do primeiro semestre de 2010, o valor observado já ficou bem abaixo do encontrado no ano anterior: 0,96%.

O retorno sobre capital próprio, a exemplo dos demais indicadores, apresentou variações consideráveis durante os anos em que a pesquisa foi realizada. No primeiro ano, o valor encontrado para o indicador foi de 7,18%. Ao final de 2009, o valor já havia chegado aos surpreendentes 17,82%, mas recuou seriamente no ano posterior, quando registrou valor de 2,85%.

Quanto ao *dividend yield*, o valor encontrado para a empresa em 2008 foi de 2,40%, subindo para 2,70% no ano seguinte, todavia, caindo pouco mais da metade em 2010, quando ficou em 1,30%.

O lucro por ação demonstrado no primeiro ano do estudo foi de R\$ 0,59. Esse valor mais que dobrou em 2009, alcançando R\$ 1,24. Para o ano final, no entanto, a queda foi mais significativa do que o aumento anterior, fazendo com que o índice recuasse ao valor de R\$ 0,20 por ação da empresa.

4.2.4.6 JBS S.A.

A JBS foi a empresa com os resultados menos expressivos do Novo Mercado. Ainda, com exceção da margem de lucro, que apresentou aumentos nos anos da pesquisa, os índices da empresa oscilaram sensivelmente.

A margem líquida apresentada pela JBS em 2008 foi de 0,09%. Esse valor sofreu um acréscimo em 2009, chegando a 0,38% ao final do ano em questão. Ao final do primeiro semestre de 2010, o valor praticamente não havia alterado: 0,39%.

O retorno do ativo encontrado em 2008 foi de apenas 0,16%. A empresa não conseguiu perceber uma mudança significativa no ano seguinte, quando o índice, então, chegou à marca de 0,30%. No ano posterior, o retorno sobre o total de recursos investidos caiu para 0,23%.

A rentabilidade do patrimônio líquido foi de 0,42% em 2008. No ano seguinte, o indicador mostrou alta, indicando um valor de 0,77% para o referido ano. Em 2010, no entanto, a rentabilidade recuou para o valor de 0,54%.

O retorno em dividendos da JBS, apesar de praticamente estável, ficou abaixo de 0,50% ao longo de toda a pesquisa. Nos dois primeiros anos, o valor do *dividend yield* foi de apenas 0,20%. Em 2010, após leve aumento em termos absolutos, o índice passou a ser de 0,30%.

O lucro por ação foi praticamente inexistente durante todo o período da pesquisa. Em 2008, o LPA ficou em apenas R\$ 0,02. Para o ano seguinte, após o aumento ocorrido, o índice passou a registrar o valor de R\$ 0,09. No ano final, entretanto, o lucro gerado foi de R\$ 0,04, recuando praticamente ao valor inicialmente observado.

4.2.4.7 Resultados do Novo Mercado

Através da Tabela 9, percebe-se, como informado anteriormente, que as empresas que se destacaram positivamente foram o Banco do Brasil e a PDG Realty. A Redecard foi além dessas duas, com impressionantes resultados ao longo da pesquisa, principalmente no que tange à rentabilidade do patrimônio líquido. Em contrapartida, a JBS demonstrou resultados muito baixos, sendo a empresa menos expressiva dentre as estudadas para o Novo Mercado.

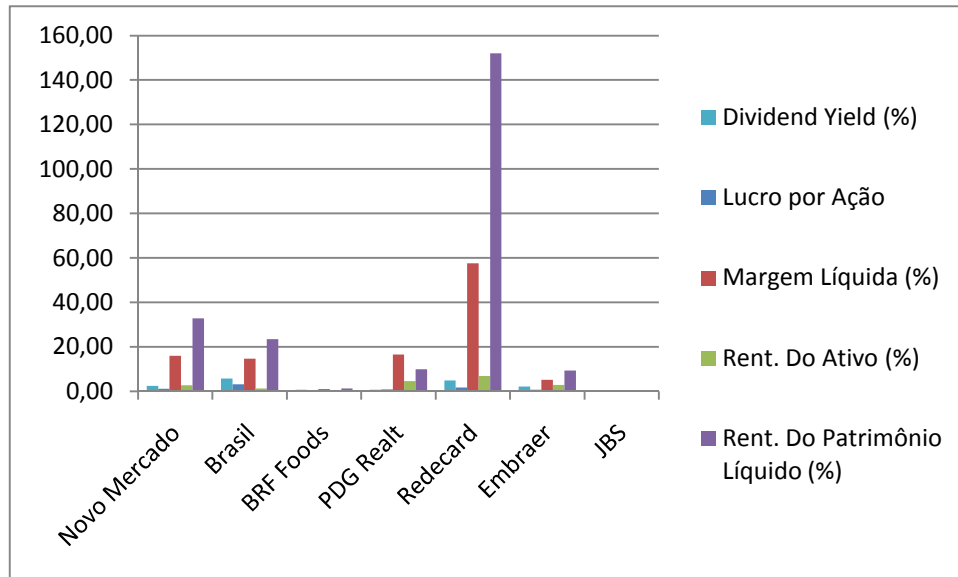


Gráfico 8 – Resultados financeiros do Novo Mercado.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Observando o Gráfico 8, é possível verificar a contribuição considerável da Redecard para a média do Novo Mercado. A JBS, em compensação, contribuiu para uma redução dessa média, não afetando sistematicamente, no entanto, tal resultado.

4.2.5 Resultados financeiros finais

Por fim, os resultados de cada segmento foram resumidos através de uma média para cada índice analisado capaz de informar o resultado final para todo o período do presente estudo. A tabela abaixo resume essas informações e traz os resultados dos segmentos de governança corporativa da Bovespa.

Tabela 10 – Resultados financeiros finais dos segmentos da Bovespa.

2008					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	5,10	R\$ 3,28	17,05	12,72	33,55
Nível 1	3,85	R\$ 1,58	13,24	3,80	6,02
Nível 2	2,77	-R\$ 0,05	2,86	2,32	-23,47
Novo Mercado	1,98	R\$ 1,10	15,42	3,02	36,02
2009					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	8,62	R\$ 3,09	15,19	11,94	28,00
Nível 1	3,72	R\$ 2,02	13,37	4,07	15,84
Nível 2	7,32	R\$ 3,27	9,15	6,67	28,26
Novo Mercado	3,35	R\$ 1,44	16,57	3,56	42,17
2010					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	3,40	R\$ 2,12	16,25	5,90	15,22
Nível 1	1,33	R\$ 1,00	13,88	1,82	6,72
Nível 2	3,00	R\$ 0,62	6,42	2,33	3,00
Novo Mercado	1,73	R\$ 0,72	15,56	1,58	20,04
Média					
Segmento	Dividend Yield (%)	Lucro por Ação	Margem Líquida (%)	Rent. Do Ativo (%)	Rent. Do Patrimônio Líquido (%)
Mercado Tradicional	5,71	R\$ 2,83	16,17	10,19	25,59
Nível 1	2,97	R\$ 1,53	13,50	3,23	9,53
Nível 2	4,36	R\$ 1,28	6,14	3,77	2,60
Novo Mercado	2,36	R\$ 1,09	15,85	2,72	32,74

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

Conforme a Tabela 10, verifica-se que o segmento da Bovespa com melhor desempenho em relação aos índices financeiros, com exceção da rentabilidade do patrimônio líquido, foi o Mercado Tradicional. Muito do resultado do Novo Mercado para esse indicador, entretanto, deve-se ao desempenho acima do comum evidenciado pela Redecard. O Mercado Tradicional, de qualquer forma, apresentou indicadores superiores aos registrados pelos outros dois segmentos.

Outra característica visível foi uma tendência de redução dos valores dos índices quando comparados a partir do Mercado Tradicional, com exceção, novamente, da margem líquida e da rentabilidade do patrimônio líquido para o Novo Mercado e do *dividend yield* para o Nível 2.

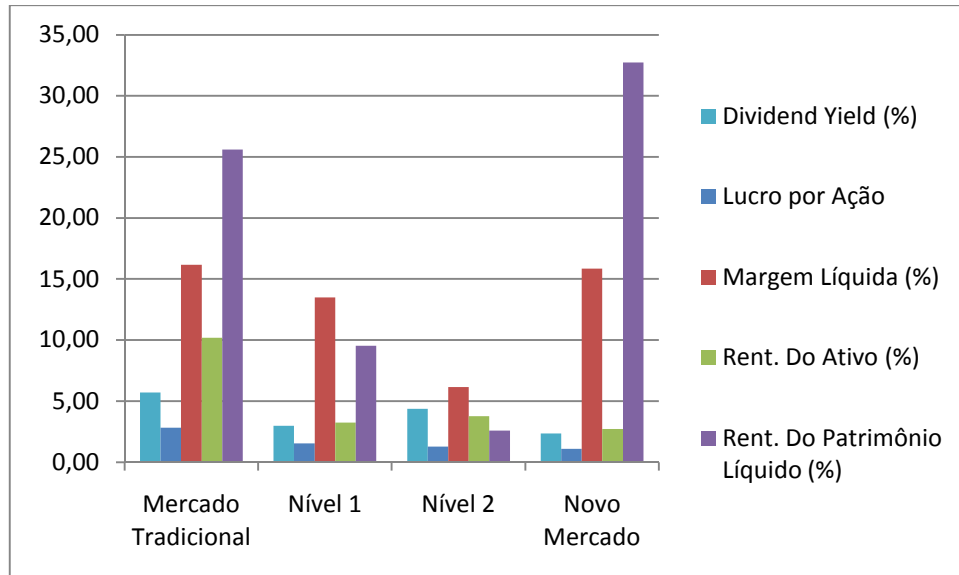


Gráfico 9 – Resultados financeiros finais dos segmentos da Bovespa.

Fonte: Elaborado com dados do *software* Economática e do *website* da Bovespa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta deste trabalho foi demonstrar, através de análise amostral, se empresas que adotam práticas de governança corporativa e estão presentes nos segmentos diferenciados da Bovespa proporcionam melhores resultados do que as companhias listadas no Mercado Tradicional e do que o Ibovespa. Assim, o objetivo foi verificar se as premissas a respeito dos efeitos das boas práticas de governança corporativa de fato ocorrem no mercado de capitais. Em decorrência do pequeno tamanho da amostra selecionada, o presente estudo aplica-se, principalmente, como método de trabalho para outros posteriores, não podendo ser os seus resultados estendidos às demais empresas listadas na Bovespa visto que a amostra não é estatisticamente significativa.

Para a realização do estudo, este foi dividido em duas partes: uma análise estatística, que compreendeu o estudo das cotações diárias das empresas selecionadas, e uma análise financeira, que abordou os indicadores de rentabilidade e de valor de mercado. As empresas foram separadas pelos segmentos aos quais pertencem, e, para a obtenção dos resultados por segmento, foi utilizada a média dos valores encontrados para cada empresa dentro de cada um desses segmentos.

A análise estatística final realizada (correspondente à média geral para o período de estudo) foi capaz de mostrar que as ações das empresas listadas nos segmentos diferenciados da Bovespa apresentaram resultados ligeiramente melhores do que as do Mercado Tradicional, com exceção das empresas do Nível 2, que demonstraram resultados semelhantes. Ao verificar a volatilidade das ações das empresas dos segmentos estudados através dos coeficientes de variação obtidos para cada uma delas, no entanto, é possível notar que as do Mercado Tradicional oferecem risco maior apenas do que as do Nível 1, segmento este que pode ser apontado como o melhor quando da análise do retorno e do coeficiente de variação. As empresas dos segmentos analisados apresentaram risco significativamente menor para seus retornos quando comparadas com o Ibovespa devido ao fato de este acumular variação praticamente nula quanto ao retorno diário médio. O Novo Mercado demonstrou resultado semelhante ao do Nível 1, porém, a um nível de risco maior do que este. O Nível 2, por sua vez, evidenciou o maior risco dentre os segmentos analisados. Desta forma, organizando os segmentos em ordem decrescente pelos retornos de suas empresas e,

posteriormente, em ordem crescente pelos seus coeficientes de variação, ter-se-ia a seguinte disposição: Nível 1, Novo Mercado, Mercado Tradicional e Nível 2.

A análise financeira, por sua vez, apontou uma tendência contrária à observada na análise estatística. Enquanto os segmentos diferenciados de governança detiveram melhor desempenho quando comparados com o Mercado Tradicional na análise estatística, este foi o segmento com melhores resultados, em média, na análise financeira, como pode ser visto na Tabela 10. Os índices apresentaram uma tendência de queda se comparados a partir do Mercado Tradicional até o Novo Mercado, com exceção da margem líquida e da rentabilidade do patrimônio líquido para este último segmento, que foram tão altas quanto ou até maiores que os valores do próprio Mercado Tradicional, e do *dividend yield* para o Nível 2. Muito do desempenho do Novo Mercado deve-se, no entanto, aos surpreendentes resultados da Redecard, conforme já mencionado. Já quanto ao *dividend yield*, boa parte do resultado desse índice é explicada pelo desempenho da Eletropaulo. Devido à restrição amostral deste trabalho, o peso dos resultados dessas empresas foi determinante para configuração final dos resultados dos segmentos em questão.

Diante de inúmeros estudos realizados quanto às conseqüências de se aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa, um dos principais e evidenciados por diversos autores é o aumento da liquidez das ações negociadas em bolsas de valores. Segundo Carvalho (2010), tal fato é decorrente, dentre outros motivos, pela proteção que a empresa confere aos acionistas minoritários ao aderir aos segmentos de governança corporativa: os acionistas minoritários têm papel fundamental quanto à liquidez dos papéis negociados, e a empresa, ao proteger os seus direitos através das regras impostas pelos segmentos de governança corporativa, garante o investimento daqueles. O resultado é, como mencionado, alta liquidez e, conseqüentemente, alta avaliação de mercado, estimulando a empresa a captar recursos no mercado.

O estímulo à captação de recursos financeiros no mercado gerado pela alta liquidez dos papéis da empresa está refletido nos resultados encontrados para análise financeira deste trabalho. A empresa, ao adotar boas práticas de governança corporativa, garante maior segurança para os investimentos dos acionistas, que, por sua vez, estarão dispostos a investir mais capital em troca do fluxo de caixa gerado pela empresa. O resultado, portanto, é um menor custo de capital para a empresa, que, para este trabalho, está refletido nos números observados na análise financeira. Analogamente, para empresas que não adotam boas práticas de governança, os investidores demandarão um prêmio pelo risco que estão incorrendo ao

investirem seu capital. Tal fato traduz-se em maior custo de capital e, conseqüentemente, menor captação de recursos no mercado.

Novos projetos elaborados pelas empresas geram novos fluxos de caixa, fazendo com que o custo de capital seja reavaliado (em função do grau de risco do projeto) e impactando, conseqüentemente, na quantidade de capital injetada pelos investidores. O simples fato de a empresa apresentar novos fluxos de caixa, portanto, justifica uma percepção diferente no valor investido. Essas razões podem explicar os resultados apresentados pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa quando comparados com os do Mercado Tradicional e os do Ibovespa. Vale ressaltar, no entanto, que é muito importante e não deve ser desconsiderado o contexto político-econômico em que as empresas se encontram quando das suas análises de desempenho.

Por mais que os resultados estatísticos e financeiros tenham apresentado tendências contrárias, outros pontos destacaram-se ao longo da pesquisa. A partir de janeiro de 2010 até o final do primeiro semestre do mesmo ano, o Ibovespa acumulou sucessivas quedas. Uma reação, no entanto, vem sendo esboçada desde então, fazendo com que, ao final de outubro, as perdas já tenham sido praticamente recuperadas. O presente estudo, por delimitar o período de estudo até o final do primeiro semestre de 2010, percebeu resultados negativos para todos os segmentos analisados no referido ano, incluindo o Mercado Tradicional. Desta forma, pode-se considerar que o melhor ano dentre os estudos no período foi o de 2009, quando as empresas e os segmentos diferenciados apresentaram bons e equilibrados resultados de uma forma geral. De fato, a não ser pelos resultados positivos observados em 2009, a média encontrada para cada um dos indicadores ao longo de todo o período – a análise estatística e a análise financeira finais – seria baixa ou, então, negativa.

Apesar dos bons resultados evidenciados, vale ressaltar, como mencionado anteriormente neste trabalho, que a Bovespa vem passando, recentemente, por um processo de alteração das regras dos níveis diferenciados de governança corporativa. O fato de algumas regras serem rejeitadas pelas empresas aliado ao fato de que boa parte delas não justificou as razões pelas quais foram contrárias a essas alterações prejudica a credibilidade dos níveis diferenciados de governança corporativa, podendo levar a uma possível redução no capital investido nas empresas listadas nesses segmentos. Para Silveira (2010), a dúvida que surge é o quão realmente comprometidas estão as empresas com as boas práticas de governança corporativa. Ainda, o autor questiona o posicionamento de investidores institucionais diante da situação evidenciada e lamenta a rejeição da obrigatoriedade dos comitês de auditoria no

Novo Mercado. Ele ainda aponta que o comportamento das empresas pode ser explicado pelo fato de que muitas empresas são familiares e possuem controladores onipotentes que proporcionam “o mínimo necessário de transparência e boas práticas aos demais acionistas”. Por fim, Silveira (2010, p. 61) observa que

No geral, fica a impressão de que muitas companhias dos segmentos premium de listagem desejam todos os selos e reconhecimentos relativos à boa governança, desde que isso não acarrete nenhuma mudança substancial na forma como são dirigidas. Em outras palavras, uma equação insolúvel.

O presente trabalho não visa a demonstrar quais as melhores empresas para se investir, apesar de servir como ferramenta para tanto. Para uma análise de investimentos, outros fatores, além dos presentes neste trabalho, devem ser levados em conta, como, por exemplo, o grau de risco que o investidor está disposto a aceitar. A proposta foi observar as características das empresas listadas no Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa em função da sua rentabilidade e da sua valorização, comparando-os entre si e com o Ibovespa.

Muitos estudos e trabalhos já foram realizados sobre governança corporativa, principalmente, no que tange às boas práticas de governança. Considerável parte desses estudos e trabalhos teve foco nas conseqüências de se aderir aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Alternativamente a essa linha de pesquisa, alguns trabalhos estão procurando verificar o impacto de variáveis atreladas a boas práticas de governança e que, até então, eram pouco estudadas. O trabalho desenvolvido por Reiter (2009) evidencia a importância das reuniões públicas no que tange à assimetria de informações e demonstra os impactos de se adotar tais medidas em relação às cotações das ações no mercado de capitais. Assim, como sugestão de pesquisas futuras, coloca-se a análise de variáveis pouco estudadas e o impacto destas nos resultados da empresa. Por exemplo, poder-se-ia estudar a influência de prêmios pagos a executivos no desempenho da empresa.

Não obstante, é importante observar que o presente trabalho utilizou-se do lucro líquido das empresas para efeitos de comparação com outras informações para a realização da análise financeira e do resultado consolidado das empresas, o que significa dizer que estão sendo avaliadas tanto as atividades operacionais quanto não-operacionais (por exemplo, receitas financeiras e resultado de equivalência patrimonial). De modo a identificar apenas o retorno relacionado à atividade-fim da empresa, sugere-se, para pesquisas futuras, a utilização do lucro operacional, ao invés do lucro líquido.

Os temas relacionados à governança corporativa não estão esgotados. Essa área de pesquisa é ampla e, devido à sua complexidade e ao seu histórico recente de estudos, muito pode ser desenvolvido a respeito.

REFERÊNCIAS

ACIONISTA.COM.BR. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br>> Acesso em: 28 out. 2010.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. São Paulo: Atlas, 1981.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.

ÁVILA, Marília; YOKOI, Yuki. O gol perdido. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ano 8, n. 86, p. 22-26, out. 2010.

BARBOSA, Victor da Silva. **Níveis de governança corporativa: rentabilidade e valorização**. Trabalho de Conclusão (Graduação em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 15 out. 2010.

CARVALHO, Antonio G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. Jan. 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 24 ago. 2010.

DÉCOURT, Roberto F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. LUME – Repositório Digital da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10183/17957>>. Acesso em: 05 nov. 2010.

FREUND, John E. **Estatística aplicada: economia, administração e contabilidade**. 11. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: 2009.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PROCIANOY, Jairo L.; VERDY, Rodrigo S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: novo mercado, nível 1 e nível 2, determinantes e conseqüências. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

REITER, Nayana. **As reuniões públicas como importante ferramenta de relações com investidores**: um estudo de evento sobre as Reuniões APIMEC. Trabalho de Conclusão (Graduação em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SAITO, Richard; da SILVEIRA, Alexandre D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, vol. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SILVEIRA, Alexandre D. M. Melhores práticas para valer? **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ano 8, n.86, p. 60-61, out. 2010.

YAHOO! FINANÇAS BRASIL. Disponível em: <<http://br.finance.yahoo.com>> Acesso em: 27 out. 2010.

OUTRAS REFERÊNCIAS CONSULTADAS

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Nível 1**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel1.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2010.

_____. **Nível 2**. Disponível em: < http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel2.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2010.

_____. **Novo mercado.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 24 nov. 2010.

_____. **Regulamento de listagem do novo mercado.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 24 nov. 2010.

_____. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 1.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 24 nov. 2010.

_____. **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 2.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 24 nov. 2010.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – valuation:** calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DOWNING, Douglas; CLARK, Jeffrey. **Estatística aplicada.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>> Acesso em: 03 set. 2010.

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração:** guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.