

**CENTRO UNIVERSITÁRIO POSITIVO – UNICENP  
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA  
PROGRAMA DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: INTERNACIONALIZAÇÃO E MUDANÇAS EM  
ORGANIZAÇÕES**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTUDO COMPARATIVO DO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS  
EMPRESAS NACIONAIS INTEGRANTES DO MERCADO DE AÇÕES (BOVESPA)**

**AUTOR: DENILSON CESAR SENA**

**CURITIBA**

**2007**

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**DENILSON CESAR SENA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTUDO COMPARATIVO DO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS  
EMPRESAS NACIONAIS INTEGRANTES DO MERCADO DE AÇÕES (BOVESPA)**

**Dissertação apresentada como requisito  
parcial à obtenção do grau de Mestre. Curso  
de Mestrado em Administração do Centro  
Universitário Positivo – Unicenp**

**Orientador: Prof. Dr. Luiz Hamilton Berton**

**CURITIBA**

**2007**

**TERMO DE APROVAÇÃO****DENILSON CESAR SENA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTUDO COMPARATIVO DO DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO DAS  
EMPRESAS NACIONAIS INTEGRANTES DO MERCADO DE AÇÕES (BOVESPA)**

*ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM ADMINISTRAÇÃO (área de concentração: INTERNACIONALIZAÇÃO E MUDANÇAS EM ORGANIZAÇÕES) PELO PROGRAMA DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO DO CENTRO UNIVERSITÁRIO POSITIVO – UNICENP. A DISSERTAÇÃO FOI APROVADA EM SUA FORMA FINAL EM SESSÃO PÚBLICA DE DEFESA, NO DIA 31 DE AGOSTO DE 2007, PELA BANCA EXAMINADORA COMPOSTA PELOS SEGUINTESS PROFESSORES:*

Prof. Dr. Luiz Hamilton Berton – Unicenp (Presidente);

Prof. Dr. Emílio Araújo Menezes – UFSC (Examinador);

Prof. Dr. Armando Rasoto – UNIFAE (Examinador);

**CURITIBA-PR, 31 de Agosto de 2007.**

**PROF. DR. CLÓVIS MACHADO-DA-SILVA**

**COORDENADOR DO PROGRAMA DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

## AGRADECIMENTOS

A DEUS pela vida, pela saúde, sabedoria e disposição que ele me deu nesta caminhada.

Ao meu orientador Professor Dr. Luiz Hamilton Berton que foi fundamental no direcionamento deste trabalho, e que deu grande incentivo para a conclusão do mesmo.

Ao Professor Dr. Vilson José Massuti, que muitas vezes liberou-me nas sextas-feiras para que eu pudesse concluir os créditos do mestrado, e também por ter esperado eu concluí-lo.

Aos colegas do mestrado que proporcionaram trabalhos em grupo e discussões calorosas Roberto Seleme, José Antonio Soares, Adriano, Wilson em especial aos colegas Fábio Sorgon pela correção do português e traduções de diversos textos em inglês, ao Pedro Neves colaboração nos estudos.

A minha família que se furtou da minha atenção e convívio Neguinha, Vanessa, Andressa, Isabelly, minha mãe e por que não dizer minha sogra.

## SUMÁRIO

<b>AGRADECIMENTOS</b> .....	i
<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	v
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	vii
<b>LISTA DE FIGURAS</b> .....	ix
<b>RESUMO</b> .....	x
<b>ABSTRACT</b> .....	xii
<b>CAPÍTULO I INTRODUÇÃO</b> .....	14
1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DA PESQUISA .....	16
1.2 OBJETIVOS.....	20
1.2.1 Objetivo Geral .....	20
1.2.2 Objetivos Específicos .....	21
1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA .....	21
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO .....	23
<b>CAPÍTULO II FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA</b> .....	25
2.1 CONTEXTO CONCEITUAL.....	25
2.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	32
2.3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA .....	35
2.4 CONSOLIDAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	39
2.4.1 Difusão Mundial dos Códigos de Governança .....	40
2.4.2 Adoção Efetiva dos Princípios da Governança Corporativa.....	44
2.5 PAPEL DA CVM NA GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	45
2.6 CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DA GOVERNANÇA.....	49
2.7 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	50
2.7.1 O Novo Mercado .....	51
2.7.2 Companhias de Nível 1 .....	54
2.7.3. Companhias de Nível 2 .....	55
2.8 INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS DE DESEMPENHO .....	56
2.8.1. Modelos de Avaliação de Desempenho e Controle de Gestão .....	58
2.8.2 <i>Economic Value Added</i> – Eva e <i>Market Value Added</i> - MVA.....	64
2.8.3 Análise Financeira Tradicional .....	66

2.8.3.1 Índices de Liquidez .....	67
2.8.3.2 Índices de Rentabilidade .....	68
2.8.3.3 Índices de Estrutura/Endividamento .....	68
2.8.3.4 Índices de Imobilização .....	69
2.8.3.5 Alavancagem .....	70
2.8.3.6 Sistema DuPont – Retorno Sobre o Ativo (RSA) .....	71
2.8.3.7 Custo Ponderado de Capital.....	72
2.8.4 <i>Economic Value Added</i> – Eva e Market Value Added - MVA.....	73
2.8.4.1 Definição do EVA® - <i>Economic Value Added</i> .....	74
2.8.4.2 A Equação do EVA.....	77
2.8.4.3 Vantagens do EVA .....	79
2.8.4.4 Relação entre o EVA e outras medidas de desempenho .....	82
2.8.4.5 Definição de MVA.....	82
<b>CAPÍTULO III - METODOLOGIA.....</b>	<b>86</b>
3.1 TIPO DE PESQUISA .....	86
3.1.2. Estudo de Caso.....	87
3.1.3 Pesquisa Bibliográfica.....	87
3.2 COLETA DE DADOS-AMOSTRA.....	88
3.2.1 Seleção de Amostra.....	89
3.3 TRATAMENTO DOS DADOS.....	92
3.3.1 Análise do Desempenho das Empresas: .....	92
3.3.2 Ferramenta de Análise : .....	93
3.3.3 Conclusões e Sugestões:.....	93
<b>CAPÍTULO IV DESENVOLVIMENTO.....</b>	<b>94</b>
4.1 IDENTIFICAÇÃO DAS EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO.....	95
4.2 ATIVO TOTAL EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO .....	96
4.3 VALOR DE MERCADO (AÇÕES NO MERCADO).....	97
4.4 PREÇO/LUCRO (AÇÕES NO MERCADO .....	98
4.5 LUCRO LÍQUIDO DAS EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO.....	99

4.6 DUPONT ( RETORNO SOBRE O ATIVO (RSA).....	100
4.7 EVA – VALOR ECONÔMICO AGREGADO .....	101
4.8 EBITDA.....	102
4.9 LIQUIDEZ GERAL, CORRENTE E SECA .....	103
<b>CAPÍTULO V ANÁLISE E CONCLUSÕES FINAIS.....</b>	<b>123</b>
5.1 ESQUEMA EMPREGADO PARA TRATAMENTO DOS DADOS E CONCLUSÕES .....	123
5.2 CONCLUSÕES DA ANÁLISE.....	124
5.3 CONCLUSÕES.....	133
5.4 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	135
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>136</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>143</b>

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Desenvolvimento e proposição de <i>códigos de melhores práticas de governança</i> .....	42
Quadro 2 – Princípios de Governança Corporativa.....	50
Quadro 3 – Partes Interessadas Governança Corporativa.....	61
Quadro 4 - Empresas Participantes da Governança Corporativa.....	95
Quadro 5 - Empresas Não Participantes da Governança Corporativa.....	96
Quadro 6 - Ativo Total Empresas Participantes da Governança Corporativa.....	96
Quadro 7 - Ativo Total Empresas Não Participantes da Governança Corporativa.....	97
Quadro 8 - VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS SELECIONADAS.....	97
Quadro 9 – Valor de Mercado das Empresas Seleccionadas.....	98
Quadro 10 - Preço/Lucro (ações no mercado) Participantes da Governança Corporativa.....	98
Quadro 11 - Preço/Lucro (ações no mercado) Não Participantes da Governança Corporativa.....	99
Quadro 12 - Lucro Líquido Participantes da Governança Corporativa.....	99
Quadro 13 - Lucro Líquido Não Participantes da Governança Corporativa.....	100
Quadro 14 - Dupont - Participantes Governança Corporativa.....	100
Quadro 15 - Dupont - Não Participantes Governança Corporativa.....	100
Quadro 16 - Demonstrativo da EVA - Participantes da Governança Corporativa.....	101
Quadro 17 - Demonstrativo da EVA - Não Participantes da Governança Corporativa.....	101
Quadro 18 - EBIDTA - EMPRESAS PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	102
Quadro 19 - EBIDTA - EMPRESAS NÃO PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	102
Quadro 20 - Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Participantes da Governança Corporativa.....	103
Quadro 21 - Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Não Participantes da Governança Corporativa.....	103

Quadro 22 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA ALL.....	104
Quadro 23 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA COPEL.....	106
Quadro 24 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA CEMIG.....	107
Quadro 25 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA EUCATEX.....	108
Quadro 26 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA DURATEX.....	109
Quadro 27 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA USIMINAS.....	110
Quadro 28 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA GERDAU.....	111
Quadro 29 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS RENNER.....	113
Quadro 30 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS HERING.....	114
Quadro 31 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA MARISOL.....	115
Quadro 32 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS CIA HERING.....	117
Quadro 33 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E CONÔMICOS DA SANEPAR.....	118
Quadro 34 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA SABESP.....	119
Quadro 35 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA BR RODOVIAS.....	121
Quadro 36 - COMPARAÇÃO DOS INDICADORES EMPRESAS DA GOVERNANÇA EMPRESAS ESPELHO.....	122

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Conceitos de governança corporativa: uma tentativa de síntese.....	32
Tabela 2 – Empresas Seleccionadas Para o Estudo de Caso.....	92
Tabela 3 - ESQUEMA DE ANÁLISE .....	123
Tabela 4 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Valor de Mercado e a Participação na Governança Corporativa.....	124
Tabela 5 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Preço-Lucro com a Participação na Governança Corporativa.....	125
Tabela 6 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Lucro Líquido com a Participação na Governança Corporativa.....	125
Tabela 7 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o EVA com a Participação na Governança Corporativa.....	126
Tabela 8 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o DUPONT com a Participação na Governança Corporativa.....	127
Tabela 9 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o EBIDTA com a Participação na Governança Corporativa.....	127
Tabela 10 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o LIQUIDEZ GERAL com a Participação na Governança Corporativa.....	128
Tabela 11 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o CICLO FINANCEIRO com a Participação na Governança Corporativa .....	129
Tabela 12 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o CICLO OPERACIONAL com a Participação na Governança Corporativa .....	129
Tabela 13 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o MARGEM EBIDTA com a Participação na Governança Corporativa .....	130
Tabela 14 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o RENTABILIDADE NO ATIVO com a Participação na Governança Corporativa.....	131
Tabela 15 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO com a Participação na Governança Corporativa.....	132

Tabela 16 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o PAY OUT com a Participação na Governança Corporativa .....	132
Tabela 17 - Resumo das Observações Consolidadas dos 13 (treze) Indicadores de Desempenho Econômico e Financeiro.....	133

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Desenvolvimento do EVA .....	76
---	----

## RESUMO

A presente pesquisa tem como objetivo analisar o desempenho econômico e financeiro das empresas participantes do mercado de ações - Bovespa, utilizando-se dados de Demonstrações Financeiras e Contábeis coletados através da empresa de informações financeiras Economática. A análise foi conduzida tomando como referência um conjunto aleatório de 14 (catorze) empresas, separados em dois grupos. O primeiro com 07(sete) empresas participantes da Governança Corporativa e o segundo com 07(sete) empresas não participante da Governança Corporativa. Analisando-se sempre em dupla de empresas de grupos distintos da seleção da amostra, porém de atividade econômica similares.

O método científico utilizado foi o método comparativo, pois é o método que procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, tendo em vista ressaltar as diferenças e similaridades entre eles em estudos de caso.

A questão de pesquisa a ser respondida na presente dissertação diz respeito ao fato de a empresa que participa do mercado de ações e adota as boas práticas da Governança Corporativa tem um melhor desempenho econômico e financeiro em relação às empresas que não adotam tais práticas.

A fundamentação teórica do estudo caracteriza as práticas da Governança Corporativa que tem por finalidade, entre outras, otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados, e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade.

Os resultados do estudo demonstraram não haver uma relação entre o melhor desempenho econômico e financeiro das empresas por participarem da Governança Corporativa e aquelas que não participam.

**Palavras-Chave: Governança Corporativa – Desempenho - Princípios**

## **ABSTRACT**

The present research had as objective to analyze the economic and financial performance of the participant companies of the action market (São Paulo Stock Exchange), using of data of Financial Demonstrations and Countable, collected through the company of financial information Economática, the analysis was lead taking as reference a random set of 14 (fourteen) companies, separate in two groups, first with the 07 (seven) participant companies of the Corporative Governance and as with 07 (seven) companies not participant one of the Corporative Governance, analyzing always in pair of companies of distinct groups of the election of the sample, however of economic activity similars.

The used scientific method for the case study was the comparative method, therefore it is the method that proceeds for the inquiry of individuals, classrooms, phenomena or facts, in view of standing out the differences and similarities between them.

This because the present research intends to verify the occurrence or of the relation of one better economic and financial performance does not enter the white companies of the present study of case.

Having with focus the question key to be answered in the present dissertacion if the company who participates of the action market and adopts good the practical ones of the Corporative Governance it has one better economic and financial performance in relation the companies who do not adopt good the practical ones.

The theoretical recital of the study emphasized that the practical ones of the Corporative Governance have for purpose to optimize the performance of a company

when protecting all the interested people, such as investing, employees, and creditors, facilitating the access to the capital. The analysis of the practical ones of applied corporative governance to the stock market involves, basic principles: transparency, equity, rendering of accounts and responsibility

The results of the study had demonstrated not to have a relation in optimum economic and financial performance of the companies for participating of the Corporative Governance in relation to that they do not participate.

**Word-Key: Governance corporative.Performance.Principles**

## CAPÍTULO I INTRODUÇÃO

O presente estudo fundamenta-se na análise da influência no desempenho econômico e financeiro das empresas que participam no nível 1, 2 ou no Novo Mercado de Governança Corporativa, com seu conjunto de melhores práticas podem otimizar ou não esses resultados, comparando-os as empresas do mesmo ramo de participação no mercado (empresas espelho) que embora estejam no mercado de ações, não participem de nenhum nível de Governança Corporativa. A análise é conduzida tomando como referência um conjunto de 14 (catorze) empresas listadas no Bovespa, segmentadas por tipo de atividade.

Demonstrando seus resultados quantificado e analisado com base em critérios e indicadores pré-estabelecidos, os quais permitirão entender se a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa influenciam de forma positiva nos resultados econômicos e financeiros das empresas.

As práticas de governança podem ser descritas a partir de diversos pontos de vista, admitindo assim várias acepções. Desde as relacionadas a questões legais, como as dos direitos societário e sucessório; a questões financeiras, como a geração de valor, a criação de riqueza e a maximização do retorno dos investimentos; a questões estratégicas, como a definição dos propósitos empresariais e a definição de diretrizes corporativas para os negócios e a gestão; até a questões operacionais, como os sistemas que regem as relações entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva das empresas.

ANDRADE & ROSSETTI assevera que seguramente

*“Governança Corporativa não é um modismo a mais seu desenvolvimento tem raízes firmes. E sua adoção, tem razões substantivas para se disseminar. Organizações multilaterais, como as Nações Unidas e a OCDE, vêem as boas práticas de governança como pilares da arquitetura econômica global e um dos instrumentos*

*do desenvolvimento sustentável em suas três dimensões – a econômica, a ambiental e a social.”*

Tendo em vista o progresso social resultante da revolução industrial, que vem estimulando mudanças na forma de gestão das organizações. As empresas, à medida que se desenvolvem, tendem a ser administradas não somente pelos seus proprietários, membros de sua família ou outros indivíduos cujos vínculos pessoais com o proprietário podem transcender suas capacidades de gestão.

A partir da década de noventa, iniciativas pela prática da Governança Corporativa, têm tido importância crescente, em função do incremento do comércio e do fluxo de capitais, das oportunidades de investimento e dos riscos a eles associados. O espaço ganho pela Governança Corporativa recentemente com as discussões acadêmicas e empresariais devido aos escândalos corporativos, que têm tornado os investidores mais seletivos nas suas aplicações. Como as empresas precisam de recursos para modernizar seus processos e investir em novos empreendimentos, estes podem ser obtidos a um custo inferior se o investidor for suficientemente atraído pelos padrões de Governança adotados.

A mudança do perfil da administração, quanto à sua gestão, é um resposta da organização para a necessidade de se manter ou se tornar eficaz, robusta, produtiva e suficientemente ágil para enfrentar desafios, consolidar ou ampliar a posição no mercado em que atua. São esses aspectos que tendem a conduzir à mudança de um formato de gestão centralizada e personalizada para um outro no qual as decisões são tomadas por membros organizacionais cujos vínculos com a empresa são predominantemente estimulados pela remuneração paga por suas atividades. É nesse cenário em que o dilema entre a separação da propriedade, caracterizada pela administração da organização por seu dono, e o controle, exercido por profissionais remunerados, ganha mais força, devido ao fato de os

interesses desses profissionais não se convergirem estes com os dos proprietários em função deles ter seus próprios objetivos, tendendo, por isso, a “favorecer estratégias na empresa que aumentem suas chances de carreira e remuneração, em vez de maximizar o valor da empresa” (MERRET et al. Apud CIA; GUARITA; CIA, 2002, p.2).

A qualidade das decisões que envolvem a captação de recursos financeiros em função da capacidade de compreensão do problema por parte do administrador e de seu conhecimento técnico, sendo que o conjunto de mudanças na estrutura das organizações brasileiras ocasionadas, sobretudo, pela transformação através da globalização, privatizações, fusões, aquisições, incorporações e até mesmo a falência passou também a tornar cada vez mais conflituosa a relação entre proprietários e gestores.

### **1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DA PESQUISA**

Hoje, o consumidor tem uma maior variedade de produtos e serviços e uma maior facilidade de acesso a eles. Ele dita as normas e, mais do que nunca, possui muitos meios de descobrir qual empresa que melhor atende as suas expectativas. Se antes era o consumidor que se moldava ao que o mercado tinha a oferecer, agora é este que deve se curvar ao gosto do cliente. Esse novo paradigma, em cima de sistemas mais enxutos e competitivos, tem tornado o consumidor mais exigente também em relação aos custos daquilo que ele está disposto a consumir.

Da mesma forma que o mercado consumidor, o Mercado de Capitais também tem se mostrado extremamente criterioso quanto às suas aplicações devido a variedade de empresas carentes de investimentos. Como as empresas não podem

dependem de capital próprio para se expandir, elas necessitam abrir seu capital para financiar novos projetos.

Nesse sentido, atenção crescente que a adoção de práticas de Governança Corporativa vem recebendo nos últimos anos no mundo se deve à necessidade que as empresas têm em atender investidores com critérios cada vez mais rigorosos sobre onde, quando e o quanto investir. Tais práticas procuram utilizar mecanismos que ofereçam a eles a maior transparência possível para que se sintam seguros.

A importância da Governança Corporativa no Brasil se deve ao êxito do sistema corporativo como um todo. Este setor, ao contrário do Governo, tem se mostrado como o verdadeiro condutor do crescimento econômico. Tanto em mercados desenvolvidos como em economias emergentes o sucesso das corporações têm sido medidos pelo êxito das privatizações, na medida em que o Governo buscou minimizar a sua participação na economia. Percebe-se que há, por parte das empresas, uma necessidade global de captar investimentos a um custo baixo, o que só pode ser feito onde o investidor e acionista forem bem tratados.

As aquisições, falências e fusões, são manifestações mais visíveis da enorme mudança organizacional da economia. Como essas mudanças são ameaçadoras, muitas vezes o Governo é chamado a agir e restringir tais operações. No entanto, na visão de Jensen (1989), elas devem ser encorajadas, pois, uma vez resolvido o conflito de interesses dos acionistas e dos administradores sobre o controle e uso dos seus recursos, as novas corporações tendem a ganhar muito eficiência, produtividade e em valor para o acionista.

Os que defendem a tese de que o grande e crescente fluxo de capitais das últimas décadas propicia práticas de governança convergentes, justificam-na pela

importância que todos os códigos de Governança Corporativa dão à estrutura e composição do conselho de diretores visando atender aos interesses dos acionistas.

Segundo Andrade & Rossetti (2004) A tendência à convergência decorre de serem os mesmos os pontos cruciais das boas práticas de governança, definidos nos códigos editados em mais de 60 países de todas as partes do mundo. Os sistemas nacionais de governança tendem a ser comparados, buscando-se a identificação de processos de alta eficácia, tanto do interesse das corporações, quanto dos mercados, quanto ainda da economia como um todo. A busca por padrões mais eficazes está fortemente ligada à competição global, entre países, pelo capital e pelos investimentos das corporações. Estes são atraídos pela existência de condições favoráveis ao pleno desenvolvimento dos negócios corporativos. E entre estas condições estão as práticas adotadas pelas empresas, em conformidade com os valores, com os códigos e com as condições institucionais dos países.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004), Governança Corporativa contempla as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seus exercícios e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais, conforme complementa o IBGC.

Na visão da CVM (2002), a Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, como as empresas, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Assim, a Governança Corporativa refere-se a gestão; porém, à gestão vista segundo a perspectiva da cúpula organizacional, no locus em que se define o destino da organização e os critérios mais amplos de sua interação com o meio ambiente e da distribuição de riqueza entre as partes que dependem de resultados. E, conforme argumentam Yamamoto e Almeida Prado (2003), a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e dos países. As falhas de gestão (no sentido mais elevado da palavra) podem causar grandes prejuízos aos acionistas e colocar em risco a credibilidade do mercado de capitais, afetando de forma imprevisível a economia.

GORGA (2003), baseada na teoria institucional de North (1990), afirma que a reforma da Lei das Sociedades Anônimas teria sido modesta e insuficiente para modificar substancialmente o panorama do mercado de capitais nacional. Agentes econômicos teriam se mobilizado em prol da manutenção do status quo, o que teria resultado em mudanças institucionais insuficientes para proteger, efetivamente, os acionistas minoritários.

<sup>1</sup>A maior parte dos estudos analisa individualmente a possível influência de mecanismos específicos de governança (como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, presença de um mercado de aquisições hostis, política de remuneração, etc) sobre variáveis de desempenho corporativo (como indicadores contábeis de rentabilidade e métricas de valor de mercado). Nessas pesquisas, os mecanismos de governança atuam

---

<sup>1</sup> Artigo A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil ? Alexandre Di Miceli da Silveira, Lucas Ayres Barreira de Campos Barros, Rubens Fama.

como variáveis explicativas e as variáveis de desempenho como variáveis dependentes.

Assume-se, desta forma, na grande maioria dos estudos, que os mecanismos de governança são variáveis exógenas, portanto não determinadas por outros mecanismos de governança ou demais características da empresa. É possível, entretanto, que alguns mecanismos de governança, ou a própria qualidade da governança corporativa, sejam, de fato, variáveis endógenas, isto é, variáveis influenciadas por outros mecanismos de governança ou por outros atributos das empresas. Sendo isto verdade, os diversos estudos realizados visando a capturar o impacto isolado de mecanismos de governança sobre o desempenho podem ter apresentado resultados enviesados e inconsistentes, por utilizarem a premissa de que os mecanismos de governança são exógenos na influência sobre o desempenho corporativo

Neste contexto a indagação que nos persegue é :

**Existe influência das melhores práticas da Governança Corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais integrantes do mercado de ações (BOVESPA), comparando com as empresas que adotam e as que não adotam ?**

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

O objetivo geral do trabalho proposto é avaliar e comparar o desempenho econômico e financeiro das algumas empresas nacionais integrantes da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA que adotam melhores práticas de governança corporativa com as empresas espelho que não adotam, verificando se há um melhor desempenho entre as que adotam.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Identificar e selecionar os principais indicadores de desempenho financeiro e não financeiro das empresas;
- Selecionar as empresas no mesmo ramo de atuação e porte econômico, listadas no mercado nacional de ações (BOVESPA), que adotam as melhores práticas de governança corporativa com empresas espelho que não adotam;
- Comparar o desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais que adotam as melhores práticas de governança corporativa com as empresas que não adotam;

### **1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA**

Um mercado acionário com crescimento sustentável necessita de companhias que valorizem, que sejam empresas abertas, transparentes, imbuídas de cidadania, em que as administrações estejam voltadas constantemente para o aumento de produtividade, a redução de riscos para o investidor, o aumento da visibilidade e da liquidez nas Bolsas de Valores, maior tendência para realizar grandes fusões ou joint ventures com outras organizações procurando aumentar seus valores.

Com certeza, em decorrência dessas deficiências tornam-se altos os riscos que os investidores enfrentam na aplicação de seus recursos nesse mercado. Assim, os valores das ações caem, a liquidez desaparece e o mercado tende a diminuir.

Entre as “boas práticas” citadas por especialistas, estão a independência do conselho de administração, o tratamento igual a acionistas majoritários e minoritários, máxima transparência na divulgação de informações e bom relacionamento com funcionários e a comunidade que sofre influência da empresa. Embora esses conceitos venham ganhando força com o sucesso de companhias listadas em segmentos especiais da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), níveis 1, 2 e Novo Mercado, as boas práticas não devem se limitar às grandes empresas, diz <sup>1</sup>Mitri.

Especialistas apontam o ano de 2006 como o ano da Governança Corporativa. Essa afirmação se faz presente porque sete empresas fizeram ofertas públicas iniciais de ações, o maior número em oito anos, sendo que cinco aderiram ao Novo Mercado: Natura Cosméticos, Grendene, Dasa-Diagnósticos da América, CPFL Energia e Porto Seguro; duas aderiram ao Nível 2 da Bovespa: ALL América Latina Logística, que já era de capital aberto, e Gol Linhas Aéreas Inteligentes. Todas elas tiveram valorização de seus papéis, em níveis que chegaram a superar 90%, com elevada liquidez. Por isso, planejam novas iniciativas e atraem mais empresas para a idéia de abrir o capital.

O ano de 2005 começou bem com a adesão de mais uma empresa no Nível 2, dessa vez é a Eternit.

---

<sup>1</sup> Mitri Fernando, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC-PR).

<sup>2</sup>O atual presidente do IBGC, José Monforte, confirma a tendência:

*“Há uma quantidade maior de empresas interessadas em entrar na Bolsa, privilegiando a transparência. Elas descobriram que existem investidores interessados em papéis de companhias voltadas para a governança, e que o mercado de capitais pode dar acesso a recursos a custos mais baixos.”*

As empresas que aderem às Práticas de Governança Corporativa da Bovespa oferecem um risco menor ao investidor, o que dá segurança e tende a aumentar o valor das ações; isso é provado pela diferença já apresentada anteriormente, entre a valorização dos índices IBOVESPA E IGC, sendo que este segundo valorizou 178%, enquanto o primeiro, 107%, entre o período de dezembro de 2001 e fevereiro de 2005.

#### **1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO**

O presente trabalho tem sua estrutura dividida em cinco capítulos. O primeiro capítulo aborda a problemática da dissertação, os objetivos geral e específicos e a justificativa teórica e prática. O segundo capítulo apresenta os principais conceitos relacionados ao tema governança corporativa, conhecendo as origens, evolução, consolidação e tendências, demonstrando as melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC, até os indicadores econômicos e financeiros de desempenho que foram utilizados para a análise das empresas participantes do BOVESPA. O terceiro capítulo apresenta a metodologia da pesquisa utilizada, tipo de pesquisa, coleta de dados a amostra e o tratamento dos dados, e como foi realizado o trabalho.

---

<sup>2</sup> CARNIER, Ttéó. A transparência das empresas que veio para ficar. Revista Bovespa, São Paulo, jan.mar.2005.

O quarto capítulo apresenta desenvolvimento do trabalho efetuado as análises e comparações em cima da empresas selecionadas.

Por fim, no quinto e último capítulo, os resultados e conclusões sobre a indagação inicial da problemática da pesquisa, bem como as sugestões de continuidade e aprofundamento no trabalho proposto.

## **CAPÍTULO II FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA**

### **2.1 CONTEXTO CONCEITUAL**

A governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, facilitando, assim, o acesso ao capital. Existem inúmeras definições de governança corporativa, mas todas apresentam coesão em seus conceitos, princípios, finalidades, modelos e práticas. O contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares – que, por ausência de costume e também por uma visão acanhada do empreendimento, desconhecem ou deliberadamente ignoram aquilo que, ultimamente, se convencionou chamar de boas práticas de governança.

A verdade é que, ainda que sem tal rótulo, alguns dos princípios fundamentais da governança corporativa já existem entre nós, pelo menos no campo jurídico e teórico, há quase três décadas. De fato, tanto a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976), quanto a Lei da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Lei nº 6.385 de 07 de Dezembro de 1976), desde as suas respectivas edições já calcavam em premissas de transparência, publicidade, controle de legalidade, prestação de contas, dever de diligência e responsabilidades dos administradores e acionistas das companhias abertas.

Esta é também a percepção de José Guimarães Monforte, que em seu artigo intitulado – Uma nova oportunidade de aperfeiçoamento do mercado de

capitais brasileiro - escrito para o jornal Valor Econômico, em 08 de setembro de 2004, diz:

*“Acredito estar se apresentando um renovada oportunidade de aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro e nela se inclui a adoção de padrões de governança corporativa mais elevados. Renovada oportunidade porque, num momento anterior, há aproximadamente 35 anos, abria-se uma que guardava algumas semelhanças com o momento atual. Naquela época, o sistema financeiro e o mercado de capitais foram alvos de grande número de medidas e ações que os projetaram para um outro patamar de importância na vida econômica do país.”*

Dentre as boas práticas, chamam maior atenção, a transparência e fidedignidade das ações e informações, e o dever de observância estrita das leis, seja com vistas à satisfação dos *stakeholders*, ou públicos de interesse (aí incluídas as autoridades governamentais, como representantes do interesse público, e também os cidadãos em geral, potenciais investidores e partícipes do empreendimento), seja pela própria necessidade de submissão, pura e simples, ao Estado de Direito.

Surgida, inicialmente, na Inglaterra e desenvolvida, notadamente, nos Estados Unidos, a governança corporativa (*corporate governance*) ganhou força na última década, vindo a se disseminar não só no Brasil mas também em muitos outros países.

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais,

fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais priorizam a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional.

O G7, grupo das nações mais ricas do mundo considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global.

A OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) desenvolveu uma lista de Princípios de Governança Corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “ Global Corporate Governance Forum”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema.

O Banco Mundial e o FMI consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa.

Em junho de 2000, a McKinsey & Co em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre

18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência. Algumas outras das conclusões dessa pesquisa:

- os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina;
- três quartos dos investidores dizem que as práticas do conselho de administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Na América Latina, quase metade dos respondentes considera que as práticas de conselho de administração são mais importantes que a performance financeira.

Na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e freqüentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas. a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.<sup>3</sup> IBCG<sup>4</sup>

*“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas-cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir pra sua perenidade.”OCDE<sup>5</sup> “*

---

<sup>3</sup> Fonte: site do IBGC ([www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)), Fevereiro de 2005.

<sup>4</sup> IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

<sup>5</sup> OCDE ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidade entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outras interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação às questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.”

CADBURY<sup>6</sup> “ A governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.”

LAMEIRA<sup>7</sup>

*“ A governança corporativa é um colapso nos mecanismos decisórios normais, em virtude do qual um indivíduo ou grupo experimenta dificuldades na escolha de uma alternativa de ação. Portanto, existe um conflito quando um indivíduo ou grupo se defronta com um problema de decisão.”*

LODI<sup>8</sup> “ A governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo Conselho de Administração.

Shleifer e Vishny<sup>9</sup>.

*“A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos”.*

---

<sup>6</sup> CADBURY

<sup>7</sup> LAMEIRA

<sup>8</sup> LODI

<sup>9</sup> SHLEIFER E VISHNY

Blair<sup>10</sup>. “A governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível”.

Babic<sup>11</sup>.

*“O campo em que gravita a governança corporativa é definido por uma dada estrutura de poder, que envolve questões relacionadas aos processos de tomada de decisões estratégicas, ao exercício da liderança, aos métodos com que se atende aos interesses estabelecidos e aos pleitos emergentes – em síntese, ele está relacionado à sociologia das elites e por isso mesmo é fortemente influenciado pelos institutos legais e pelos marcos regulatórios de cada país”.*

Hitt, Ireland e Hoskisson<sup>12</sup>.

*“Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados”.*

Williamson<sup>13</sup>. “A governança corporativa trata da justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo”.

Claessens e Fan<sup>14</sup>. “A governança corporativa diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outros interessados”.

---

<sup>10</sup> BLAIR

<sup>11</sup> BABIC

<sup>12</sup> **Hitt, Ireland e Hoskisson**

<sup>13</sup> **Williamson**

<sup>14</sup> **Claessens e Fan**

Conceitos de governança corporativa: uma tentativa de síntese.	
Abrangência e diversidade	<p><b>DIREITOS.</b> Sistema de gestão que visa preservar e maximizar os direitos dos acionistas, assegurando a proteção dos minoritários.</p> <p><b>RELAÇÕES.</b> Práticas de relacionamento entre acionistas, conselhos e diretoria executiva, objetivando maximizar o desempenho da organização.</p> <p><b>GOVERNO.</b> Sistema de governo, gestão e controle das empresas, que disciplina suas relações com as partes interessadas em seu desempenho.</p> <p><b>PODER.</b> Sistema e estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados.</p> <p><b>VALORES.</b> Sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas.</p> <p><b>NORMAS.</b> Conjunto de instrumentos, derivados de estatutos legais e de regulamentos, que objetiva a excelência da gestão e a proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.</p>
Uma tentativa de síntese	<p>Partindo de um modelo de gestão que define sua abrangência, a governança corporativa é um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas, abrangendo:</p> <p>Propósitos dos acionistas empreendedores.</p> <p>O sistema de relações acionistas-conselho-direção.</p> <p>Maximização da riqueza dos acionistas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.</p> <p>Estrutura de regulação e de fiscalização das ações corporativas.</p> <p>Estrutura consultiva, deliberativa e de comando.</p> <p>Processo de formulação e execução da estratégia.</p> <p>Sistemas de gestão, de controle e de aferição de resultados.</p> <p>Sistema de informações relevantes às partes interessadas.</p>

	Padrões de atendimento aos direitos das partes interessadas. Sistemas guardiões de ativos tangíveis e intangíveis.
--	---

**Tabela 1** - Conceitos de governança corporativa: uma tentativa de síntese.  
 Fonte: Governança Corporativa – Andrade & Rossetti

## 2.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares – que, por ausência de costume e também por uma visão acanhada do empreendimento, desconhecem ou deliberadamente ignoram aquilo que, ultimamente, se convencionou chamar de boas práticas de governança.

A verdade é que, ainda que sem tal rótulo, alguns dos princípios fundamentais da governança corporativa já existem entre nós, pelo menos no campo jurídico e teórico, há quase três décadas. De fato, tanto a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976), quanto a Lei da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Lei nº 6.385 de 07 de Dezembro de 1976), desde as suas respectivas edições já calcavam em premissas de transparência, publicidade, controle de legalidade, prestação de contas, dever de diligência e responsabilidades dos administradores e acionistas das companhias abertas.

Esta é também a percepção de José Guimarães Monforte, que em seu artigo intitulado – Uma nova oportunidade de aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro - escrito para o jornal Valor Econômico, em 08 de setembro de 2004, diz:

*“Acredito estar se apresentando um renovada oportunidade de aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro e nela se inclui a adoção de padrões de governança corporativa mais elevados. Renovada oportunidade porque, num momento anterior, há aproximadamente 35 anos, abria-se uma que guardava algumas semelhanças com o momento atual. Naquela época, o sistema financeiro e o mercado de capitais foram alvos de grande número de medidas e ações que os projetaram para um outro patamar de importância na vida econômica do país.”*

Dentre as boas práticas, chamam maior atenção, a transparência e fidedignidade das ações e informações, e o dever de observância estrita das leis, seja com vistas à satisfação dos *stakeholders*, ou públicos de interesse (aí incluídas as autoridades governamentais, como representantes do interesse público, e também os cidadãos em geral, potenciais investidores e partícipes do empreendimento), seja pela própria necessidade de submissão, pura e simples, ao Estado de Direito.

Surgida, inicialmente, na Inglaterra e desenvolvida, notadamente, nos Estados Unidos, a governança corporativa (*corporate governance*) ganhou força na última década, vindo a se disseminar não só no Brasil mas também em muitos outros países.

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, caminhamos para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais priorizam a governança corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à

política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional.

O G7, grupo das nações mais ricas do mundo considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global.

A OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) desenvolveu uma lista de Princípios de Governança Corporativa e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “ Global Corporate Governance Forum”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema.

O Banco Mundial e o FMI consideram a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa.

Em junho de 2000, a McKinsey & Co em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência. Algumas outras das conclusões dessa pesquisa:

- os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina;

- três quartos dos investidores dizem que as práticas do conselho de administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Na América Latina, quase metade dos respondentes considera que as práticas de conselho de administração são mais importantes que a performance financeira.

Na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e freqüentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas. a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.<sup>15</sup>

## **2.3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA**

Foi nos anos 50 que se começou a falar de governança corporativa, mas sem esse. Foi um uma época marcada por conselhos inoperantes e com a presença forte do acionista controlador. Na década de 90, a governança passou a ser mais conhecida. Durante esses anos, ela vem se firmando e alcançando a sua maturidade. No Brasil, a governança ainda é pouco conhecida. A evolução histórica da governança se deu da seguinte forma:

### **Anos 50 e 60**

- Forte presença do acionista familiar majoritário.

---

<sup>15</sup> Fonte: site do IBGC ([www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)), Fevereiro de 2005.

- Conselheiros não atuantes.
- Conselheiros não têm conhecimento sobre os negócios do acionista gestor.

### **Anos 70**

- Surgimento de grandes conselhos brasileiros, como: Docas, Monteiro Aranha, Alpargatas.
- Fundada nos Estados Unidos a National Association of Corporate Directors (NACD).
- Início da Independência do conselho.
- Instituída a primeira Lei das Sociedades por Ações, brasileira, n. 6404-76 que estabelece competências do conselho de administração.
- Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mediante a Lei n. 6404-76 e Lei n. 6385-76.

### **Anos 80**

- Valorização do acionista.
- Abertura de capital, fundos de investimento, fundos de pensão, participação de bancos.
- Fundos do tipo Calpers e Fidelity.
- Mercado de capitais pequeno no Brasil. Poucas empresas apresentavam liquidez.
- Robert Monks, empreendedor americano bem-sucedido, ativista pioneiro, muda o rumo da governança corporativa, atacando a falta de transparência na administração das companhias e defendendo a atuação mais eficaz dos acionistas na geração de mais valor e riqueza.

### **Anos90**

- Maior força para os conselhos.

- Definição do papel da auditoria externa devido aos grandes escândalos onais e internacionais, envolvendo pareceres dos auditores, como nos casos nacionais: Banco Nacional, Econômico, Bandeirantes, Noroeste, Bamerindus.
- Privatização, globalização, fusões e aquisições.

### **1992**

- Surgimento da governança corporativa.
- Aparece o primeiro Código das Melhores Práticas da Cadbury Commission na Inglaterra, conhecido como Cadbury Report.

### **1992-1993**

- Mudanças nos comandos e presidências de grandes corporações decorrentes das pressões dos conselhos, tais como: General Motors, IBM, Kodak, American Express, Sears, Compaq, Time Warner.

### **1994**

- Lançamentos da Corporate Governance Guidelines da general Motors.

### **1995**

- Criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA),, que depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

### **1995**

- Criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA),, que depois passou a ser chamado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

### **1996**

- Lançamento do Código das Melhores Práticas da NACD Report.

**1997**

- Primeira revisão do Cadbury (the Hempel Report).
- Aproximadamente 50 empresas brasileiras registradas na New York Stock Exchange com operações de ADR.
- 25% dos investimentos fora dos Estados Unidos são realizados pro 25 fundos de pensão e de investimentos norte-americanos.
- A lei n. 9457-97 preserva as responsabilidades do Conselho e aumenta o poder da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para fiscalizar.

**1999**

- Organization for Economic Co-operation and Development (OCDE), organização multilateral que congrega os 29 países industrializados mais desenvolvidos do mundo, elaborou os Principles of corporate governance, para ajudar os países-membros na avaliação e melhoria institucional da boa governança corporativa.
- O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa amplia o código em maio de 1999, quando a expressão governança corporativa ainda era desconhecida no Brasil.

**2000**

- Criação dos Níveis Diferenciados de governança e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

**2001**

- Em abril, houve uma primeira revisão, considerando tanto o avanço legislativo quanto o regulatório, confirmando a importância da governança corporativa.

**2003**

- Em junho de 2003, foi criado um comitê ad hoc, no IBCG, para rever o código. O IBCG é uma organização exclusivamente dedicada à promoção e ao fomento de governança corporativa no Brasil.

## **2.4 CONSOLIDAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

SEGUNDO OLIVEIRA, 2006 - As práticas administrativas se consolidam por usos e costumes e ou, principalmente, por questões legais formalmente estruturadas. Um exemplo de prática administrativa formalmente estabelecida é a inerente aos princípios e estruturas contábeis de análise e interpretação de balanços. Um exemplo de prática administrativa informalmente consolidada é a da estruturação organizacional voltada para resultados das empresas, Ou seja, é possível as empresas conseguirem alcançar os resultados esperados, mesmo sem a existência de estruturas organizacionais direcionadas para os resultados.

Quando se consegue aglutinar práticas administrativas que têm uma sustentação formal e também informal, visualizam-se situações altamente interessantes, e os modelos de gestão decorrentes se tornam fáceis e otimizados na sua operacionalização e no direcionamento a resultados. Acredita-se que a prática administrativa a ser consolidada pela nova lei de falências e de recuperação de empresas, que apresenta uma estruturação e procedimento formal, mas também deverá ser incorporada pelas empresas em geral, pela sua adequada estruturação, também será de elevada importância em seu contexto informal de contribuição para empresas que não estejam exatamente enquadradas na lei de falência.

A prática tem demonstrado que a Governança Corporativa normalmente se consolida como o centro de debate do melhor modelo de gestão para a empresa. Este debate é altamente construtivo, pois a Governança Corporativa, para cumprir

seu papel, deve debater o modelo de gestão da empresa de forma sistemática, gradativa e acumulativa, buscando o nível de excelência administrativa, pois, somente dessa maneira, a empresa terá o seu nível de atratividade elevado a patamares interessantes.

A Governança Corporativa, para ser implementada, também necessita de vários novos instrumentos administrativos, os quais, em situações mais cômodas de gestão, possivelmente não fossem pensados, estruturados e implementados. Ela também deixa clara a distinção entre propriedade e gestão, sendo que a amplitude de atuação de cada parte deve estar formalizada no estatuto social e nos regimentos internos da empresa.

A Governança Corporativa também contribui para a ampliação da equipe administrativa da empresa, principalmente pela consolidação de novos e fortes conhecimentos. A Governança Corporativa representa a melhor forma de estruturar a alta administração de uma empresa e, como consequência, a definição das responsabilidades e autoridades nesse nível fica mais clara e melhor aplicada.

#### **2.4.1 Difusão Mundial dos Códigos de Governança**

A iniciativa pioneira, nos Estados Unidos, foi de um *franco atirador* inconformado com os vícios e os riscos da passividade dos proprietários e com o poder dos executivos nas corporações. A segunda, fiel à cultura britânica, foi atribuída a um *comitê de alta representatividade*, em resposta a pressões de grupos de influência. Já a terceira resultou do interesse pelo tema por uma *organização multilateral*.

São bem diferentes os graus de representatividade desses três agentes de mudança: vai da ação pessoal voluntarista, passa pela institucional e chega a uma

organização que congrega países-membros de altos padrões de desenvolvimento econômico. Esta seqüência não subtrai o mérito do ativismo voluntário de Monks. Contrariamente até. Como ocorreu em muitos outros campos do conhecimento, também aqui os fundamentos foram estabelecidos por um visionário. E ele surge em um meio favorável ao impacto de suas proposições: um país com o mercado de capitais mais desenvolvido do mundo, de maiores dimensões, com maior número de empresas listadas nas bolsas de valores e com atuação significativa de grandes investidores institucionais, atuando em uma sociedade predisposta a litígios que reforcem seus valores e sua cultura.

<b>Desenvolvimento e proposição de <i>códigos de melhores práticas de governança corporativa</i>. Uma compilação sumarizada das iniciativas nacionais: do início dos anos 90 a 2004.</b>	
<b>Anos e países</b>	<b>Códigos</b>
1992 Reino Unido Canadá Estados Unidos	<input type="checkbox"/> <i>Cadbury Report: The Financial Aspects of Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>The Toronto Report on Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Principles of Corporate Governance: Analysis &amp; Recommendations.</i>
1995 França	<input type="checkbox"/> <i>Vienot I Report.</i>
1996 Estados Unidos	<input type="checkbox"/> <i>Report of NACD – The National Association of Corporate Directors.</i>
1997 Holanda Japão	<input type="checkbox"/> <i>Peters Report &amp; Recommendations: Corporate Governance in Netherlands.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Principles: A Japan View.</i>
1998 Bélgica Espanha	<input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance: Recommendations.</i> <input type="checkbox"/> <i>Código de Buen Gobierno.</i>
1999 Hong Kong OCDE Brasil Australia França México Coréia do Sul Grécia  Portugal	<input type="checkbox"/> <i>Code of Best Practice.</i> <input type="checkbox"/> <i>Principles of Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance: Principles and Practice.</i> <input type="checkbox"/> <i>Vienot II Report.</i> <input type="checkbox"/> <i>Código de Mejores Prácticas Corporativas.</i> <input type="checkbox"/> <i>Code of Best Practice for Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation.</i> <input type="checkbox"/> <i>Recomendações sobre Governança Corporativa.</i>

2000	Dinamarca Indonésia Malásia Reino Unido  Alemanha  Brasil Romênia	<input type="checkbox"/> <i>Guidelines on Good Management: Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Code for Good Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Malaysian Code on Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice.</i> <input type="checkbox"/> <i>German Code of Corporate Governance: Rules for German Quoted Companies.</i> <input type="checkbox"/> <i>BOVESPA – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Code in Romania.</i>
2001	Cingapura Japão República Tcheca Malta Suécia	<input type="checkbox"/> <i>Code of Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Revised Corporate Governance Principles.</i> <input type="checkbox"/> <i>Revised Corporate Governance Code.</i> <input type="checkbox"/> <i>Principles of Good Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Policy.</i>
2002	Paquistão Rússia Brasil África do Sul Itália Peru Quênia Eslováquia Índia	<input type="checkbox"/> <i>King Report.</i> <input type="checkbox"/> <i>The Russian Code of Corporate Conduct.</i> <input type="checkbox"/> <i>CVM – Recomendações sobre Governança Corporativa.</i> <input type="checkbox"/> <i>King Report on Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Code.</i> <input type="checkbox"/> <i>Princípios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas.</i> <input type="checkbox"/> <i>Sample Code of Best Practices for Corporate Governance.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance: Code of Best Practices.</i> <input type="checkbox"/> <i>Desirable Corporate Governance in India: A Code.</i>
2003	Estados Unidos Chipre Macedônia Turquia	<input type="checkbox"/> <i>NYSE – Corporate Governance Rules.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Code.</i> <input type="checkbox"/> <i>White Paper on Governance in South Eastern Europe.</i> <input type="checkbox"/> <i>Corporate Governance Principles.</i>
2004	OCDE	<input type="checkbox"/> <i>Principles of Corporate Governance Revised.</i>

**Quadro 1** - Desenvolvimento e proposição de *códigos de melhores práticas de governança*  
Fonte: Governança Corporativa – Andrade & Rossetti

As diferenças de representatividade de Monks, do Comitê Cadbury e da OCDE não implicam diferenças em legitimidade. Esta é definida pelas razões de ser e pelas implicações de boa governança corporativa. E é o que explica a difusão mundial dos códigos de boa governança a partir da segunda metade dos anos 90.

O Quadro 3.0 evidencia o desenvolvimento mundial da governança corporativa. Um passar de olhos neste quadro revela vários aspectos relevantes:

- A proposição de códigos de boas práticas de governança acelerou-se a partir de 1999, provavelmente pela ampla aceitação dos princípios sugeridos pela OCDE, que foi reforçada pela multiplicidade de fatores,

internos e externos, que passaram a exigir novos modelos corporativos de gestão. Até 1998, oito países, por canais institucionais, propuseram códigos de governança. De 1999 a 2003, foram mais de 30.

- ❑ Em muitos países, as práticas de governança corporativa estão associadas a programas nacionais de promoção da competitividade e a políticas públicas de desenvolvimento. É o que sugerem, por exemplo, os títulos dos códigos da Suécia e da Turquia.
- ❑ Os códigos propostos são objetos de revisões. Nos países em que pioneiramente foram propostos, como Reino Unido, Canadá, Estados Unidos e França, foram editadas versões revistas. Após cinco anos, a OCDE também revisou os seus *Princípios*. Estas revisões, antes de revelarem inadequações, reforçam o interesse pelo processo de governança e sua permanente adaptação às mudanças no ambiente interno e externo das corporações. Comprovam, também, o caráter dinâmico das corporações e dos negócios.
- ❑ O interesse pela governança corporativa é ainda revelado pela proposição de boas práticas por mais de um canal institucional. Estados Unidos e Brasil exemplificam esta particularidade. No Brasil, os códigos originaram-se em uma sociedade civil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em uma instituição de mercado de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo, e em um órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- ❑ A disseminação dos códigos não está limitada aos países de economias avançadas. Vários países emergentes de todos os continentes têm proposições formais de boa governança. Na América

Latina, além do Brasil, o México e o Peru. Na Europa, Grécia, Malta, Chipre, Turquia e Macedônia. Na Ásia, os Tigres do Sudeste, o Paquistão e a Índia. Na África, o Quênia e a África do Sul.

- ❑ Por fim, países coletivistas do Leste Europeu, que viveram boa parte do século XX sob regime econômico que proscreeu o modo capitalista de produzir e a propriedade privada dos meios de produção, também estão aderindo às práticas de governança corporativa propostas nas tradicionais nações ocidentais capitalistas. Dos países antes isolados das instituições ocidentais pela Cortina de Ferro, já editaram os seus códigos a Romênia, a República Tcheca e a Eslováquia. E, em 2002, a Rússia.

O visionário pioneiro Robert Monks antecipou estes desenvolvimentos. Nas notas introdutórias de *The new global investors*<sup>16</sup>, observou que

*“as tecnologias de comunicação desta nova era permitem a disseminação de informações de forma livre e imediata. Embora nunca venha a existir – e nunca deveria existir – um código de conduta corporativa único e estático, há certos princípios que deverão pautar a governança de toda a comunidade empresarial. Princípios como conformidade legal e transparência”.*

#### **2.4.2 Adoção Efetiva dos Princípios da Governança Corporativa**

A solidez conceitual e a fundamentação ética dos princípios da boa governança corporativa, somadas aos seus impactos positivos, têm sido a razão de ser do fechamento de um círculo de alto interesse dos mercados, das corporações e das nações: sua proposição, a percepção dos seus benefícios, sua adoção e sua revisão construtiva.

As forças construtivas vêm de vários públicos-alvo. Como a OCDE<sup>17</sup> definiu

*“acionistas controladores, que podem ser pessoas físicas, grupos familiares, consórcios ou holdings com participações acionárias cruzadas, podem influir significativamente no comportamento corporativo. Como proprietários de parte expressiva do capital social,*

*investidores institucionais estão exigindo participação cada vez maior na governança das corporações nos mercados em que atuam. Os acionistas individuais, ainda que não procurem exercer direitos de governança, geralmente estão preocupados em tratamento justo por parte dos controladores das empresas. Os credores podem também desempenhar papel em alguns sistemas de governança e têm potencial para atuar como fiscais externos do desempenho corporativo. Por fim, funcionários e outras partes interessadas podem também exercer papéis relevantes, contribuindo para o desempenho da companhia a longo prazo, enquanto os governos e órgãos reguladores criam a estrutura institucional e jurídica para a boa governança corporativa”.*

O que se quer aqui assinalar é que os princípios da governança corporativa não são proposições voláteis, destituídas de interesse geral, formalmente sofisticadas e impraticáveis. Contrariamente até: são orientações claras e objetivas, simples, adaptáveis às mais diversas situações corporativas e de amplo interesse.

## **2.5 PAPEL DA CVM NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

A Lei nº 6.385/76, ao criar a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), conferiu-lhe ampla competência para o exercício do poder de polícia no âmbito do mercado de valores mobiliários, incumbindo-a, entre outras coisas, de:

a) Administrar registros de emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, bem como os registros de companhias para negociação dos títulos de sua emissão em bolsa de valores e no mercado de balcão, demandando a concessão desses registros a elaboração de prévio estudo econômico-financeiro do desempenho das empresas, visando à averiguação de que os prospectos por elas divulgados espelham efetivamente a situação fática das companhias.

b) Disciplinar a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores, promovendo o acompanhamento diário e simultâneo das operações que se realizam no mercado bursátil, com o objetivo de avaliar a adequação das operações, por ocasião da sua realização, às normas legais e regulamentares que as balizam.

Além do acompanhamento das operações rotineiras que se efetuam nas bolsas de valores, compete também à CVM autorizar ou conceder registros para a execução de operações especiais com ações de companhias abertas, tais como alienações ou aquisições de controle acionário, negociações com blocos de ações, operações relativas a incorporações, fusões, cisões e liquidações de companhias abertas, bem como reorganizações societárias.

c) Regular, autorizar e fiscalizar a administração de carteiras de custódia de valores mobiliários, a auditoria das companhias abertas, os serviços de consultoria e análise de valores mobiliários, os fundos de ações e sociedades de investimentos, e a negociação e intermediação de valores mobiliários.

d) Fiscalizar permanentemente as pessoas integrantes do sistema de distribuição, as companhias abertas, as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, os fundos e sociedades de investimento, as carteiras de depósito de valores mobiliários, os auditores independentes, os consultores e analistas, bem como outras pessoas naturais ou jurídicas que participam do mercado.

No âmbito da fiscalização interna, isto é, de acompanhamento das atividades do mercado e das companhias abertas e beneficiárias de incentivos fiscais, a CVM procede à requisição e ao exame de demonstrações financeiras e de outras informações relevantes, as quais devem ser periodicamente enviadas pelos administrados. Compete à CVM analisar tais documentos, com vistas à correção de possíveis desvios ou irregularidades.

A CVM dispõe, como se vê, de amplo poder de polícia, previsto em lei, o qual é exercido de forma continuada, regular e permanente, à luz dos princípios gerais da Administração Pública, previstos no *caput* do artigo 37 da Constituição

Federal, dos quais não pode aquela autarquia se afastar, sob pena de desvio de finalidade, como visto.

O poder regulador atribuído pela lei à CVM no âmbito do mercado de valores mobiliários, tal qual outro poder estatal, constitui verdadeiro poder-dever, que, como pacificamente reconhecido pela doutrina e pela jurisprudência, não comporta digressões acerca da sua utilização ou não pela autoridade administrativa, já que *“o poder tem para o agente público o significado de dever para com a comunidade e para com os indivíduos, no sentido de que quem o detém está sempre na obrigação de exercitá-lo.”*<sup>3</sup>

Na verdade, a CVM tem atuação preventiva e fomentadora no âmbito do mercado de valores mobiliários, o que inclusive encontra-se expressamente previsto em lei (Lei n ° 6.385/76, artigo 4º), a qual, inclusive é reconhecida pelo próprio mercado, não sendo demais reproduzir o entendimento predominante do meio:

*“Concluindo, deve ser destacado que é fundamental para a estabilidade do mercado acionário, assim como para o sucesso de um programa de privatização que pretenda alcançar uma valorização crescente do patrimônio público, assim como uma ampla democratização dos bens de capital, através da dispersão, entre o grande público poupador, de ações de emissão de empresas que atuam em diferentes setores de atividade econômica, a existência de uma agência estatal forte, técnica e financeiramente independente, que possa ter um quadro de técnicos de alto nível profissional e indiscutível qualidade ética, contribuindo para que as operações de mercado sejam realizadas dentro de padrões exemplares, tudo com vistas à busca da eficiência do próprio mercado, com o que estará preservado o interesse maior, que é o de ve-lô cumprir adequadamente sua função econômica. Dentro dessa linha, é chegada a hora de se fazer uma verdadeira cruzada, em cada trincheira alcançável, para sensibilizar a classe política, bem como as autoridades federais, sobre a importância que tem, em nosso processo de crescimento econômico, a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS que, apesar de todas as dificuldades com que se tem*

---

<sup>3</sup> DIREITO ADMINISTRATIVO BRASILEIRO, Hely Lopes Meireles, Editora Revista dos Tribunais, 16ª edição.

*defrontado, vem cumprindo satisfatoriamente o seu papel, graças à dedicação de um quadro de componentes e dedicados técnicos.”<sup>4</sup>*

No tocante à Governança Corporativa, como vimos no capítulo anterior, a CVM editou sua cartilha de Governança Corporativa que tem como objetivo: “ ..estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa.”

E qual seria o objetivo principal da adoção das práticas de governança corporativa? Segundo a CVM tem-se que:

*“Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois as boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização*

....

*A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.*

*Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.*

*Com a publicação desta cartilha, a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa governança corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. “*

A CVM declara, ainda, que as normas por ela editadas não exaustivas mas apenas recomendações que pode e devem ser complementadas pelas companhias.

---

<sup>4</sup> DIREITO SOCIETÁRIO & MERCADO DE CAPITAIS, Luiz Leonardo Cantidiano, Editora Renovar.

## 2.6 CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DA GOVERNANÇA

Foi preparado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa como contribuição para o aperfeiçoamento da governança corporativa das empresas no Brasil. Ele baseou-se na experiência de seus associados, em Códigos de Melhores Práticas tais como Cadbury, General Motors, Hampel, NACD – National Association of Corporate Directors, Viênot e outros, e leva em conta também algumas das sugestões apresentadas no "Top Management Summit" realizado de 10 a 12 de abril de 1997 em Itú, Estado de São Paulo (essas sugestões foram incorporadas num documento editado pela Fundação Dom Cabral intitulado "Governança Corporativa, Subsídios ao Código Brasileiro de Melhores Práticas"). Sintetizado no Quadro 3.0 (sua íntegra está no anexo I).

<b>Dos princípios definidos para a sua aplicação no mundo corporativo real: a adoção recomendada pela <i>International Corporate Governance Network (ICGN)</i> para as empresas de todo o mundo.</b>	
<b>1. OBJETIVOS DAS CORPORações</b>	<input type="checkbox"/> Otimizar o retorno dos acionistas. <input type="checkbox"/> Assegurar a viabilidade do negócio a longo prazo. <input type="checkbox"/> Definir com clareza a orientação estratégica. <input type="checkbox"/> Administrar com eficiência suas relações com os acionistas.
<b>2. COMUNICAÇÕES AO MERCADO</b>	<input type="checkbox"/> Transparentes, imediatas, corretas e atualizadas. <input type="checkbox"/> Orientativas de decisões de compra e venda de ações. <input type="checkbox"/> Focadas em obrigações e direitos dos acionistas.
<b>3. DIREITO DE VOTO</b>	<input type="checkbox"/> Estendido a todos os titulares de ações. <input type="checkbox"/> Exercício do direito assegurado e facilitado. <input type="checkbox"/> Investidores fiduciários têm o dever de votar. <input type="checkbox"/> Imediata divulgação do teor dos votos.

<p><b>4. CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Agentes fiduciários e guardiões dos interesses dos acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Membros submetidos regularmente a eleições. Qualificações e histórico regularmente divulgados.</li> <li><input type="checkbox"/> Abertos à participação de conselheiros independentes.</li> <li><input type="checkbox"/> Responsáveis por contribuição efetiva para a estratégia e o desempenho das corporações.</li> <li><input type="checkbox"/> Participação efetiva de conselheiros independentes em comitês-chave: auditoria e remuneração.</li> </ul>
<p><b>5. POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Alinhadas aos interesses dos acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Divulgação das políticas e práticas adotadas.</li> <li><input type="checkbox"/> Incorporação de práticas tipo <i>stock options</i>.</li> </ul>
<p><b>6. FOCO ESTRATÉGICO E MUDANÇAS SOCIETÁRIAS</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Mudanças na estratégia sob homologação dos acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Alterações societárias sob aprovação dos acionistas. <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Diluição substancial do patrimônio.</li> <li>◇ Redução de participações dos atuais acionistas.</li> <li>◇ Acordos.</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>7. DESEMPENHO OPERACIONAL</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Direcionar a atenção do Conselho para otimização de resultados.</li> <li><input type="checkbox"/> Buscar excelência dentro do setor de atuação.</li> </ul>
<p><b>8. RETORNO PARA OS ACIONISTAS</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Foco em otimização contínua da riqueza dos acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Crescimento da riqueza como <i>benchmark</i> nos setores de negócio.</li> </ul>
<p><b>9. CIDADANIA CORPORATIVA</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Conformidade legal, como compromisso mínimo.</li> <li><input type="checkbox"/> Compromisso com expansão econômica, geração sustentável de empregos e de riquezas.</li> <li><input type="checkbox"/> Definição de políticas para outras partes interessadas.</li> <li><input type="checkbox"/> Definição de política para meio ambiente.</li> </ul>
<p><b>10. CÓDIGOS DE MELHORES PRÁTICAS</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Aplicação pragmática de melhores práticas em gestão.</li> <li><input type="checkbox"/> Relações abertas entre acionistas-conselhos-direção.</li> <li><input type="checkbox"/> Diálogo, negociação, mediação e arbitragem para solução de controvérsias.</li> <li><input type="checkbox"/> Ações contundentes se falharem práticas centradas em negociação.</li> </ul>

**Quadro 2 – Princípios de Governança Corporativa**

## 2.7 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Neste item nos dedicaremos ao estudo do Novo Mercado e dos níveis diferenciadores de governança corporativa, os quais instituídos pela Bovespa, estabelecem normas que devem ser seguidas pela empresas que resolvam adotar oficialmente as práticas de governança e passar a integrar um rol de empresas certificado pela Bovespa.

Importante ressaltar que as empresas que aderirem a qualquer um dos três sistemas implantados pela Bovespa, além de seguir a legislação vigente aplicável ao seu tipo societário, deverá observar as normas impostas pela Bovespa.

A adesão às práticas de governança corporativa é, como já tratamos em capítulo anterior, totalmente voluntária, não sendo portanto uma obrigatoriedade legal mas sim filosófica e caso as empresas não sigam as regras estabelecidas pela Bovespa, a penalidade é a saída do Novo Mercado ou dos níveis 1 e 2 de governança corporativa.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas no país, destacam-se a fundação do IBGC, a reforma na Lei das S.A. e a criação do Novo Mercado e dos níveis diferenciadores de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa..

Ao lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser distinguidas como de Nível 1 e de Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de boa governança. São os chamados "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, e que proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

### **2.7.1 O Novo Mercado**

O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior

transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação brasileira.

Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Essa é a garantia maior que o acionista busca nos dias atuais e que acaba encontrando nas empresas que com maior rigor adotam em sua administração as práticas de governança corporativa e por isso passam a integrar esse seleto rol de empresas do Novo Mercado.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada.

A constante busca de informações claras pelos acionistas minoritários, que ocorre em muitas empresas de grande porte no Brasil, torna-se desnecessária pois se a empresa optar pelas práticas de governança corporativa será obrigada a informar de forma transparente a respeito de seus negócios.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as boas práticas de Governança Corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações:

- Emissão exclusivamente de ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de apresentação do fluxo de caixa;

- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Divulgação de negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.
- A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação, vedando expressamente a sua emissão.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Essa a verdadeira prova do interesse e da real intenção da empresa objeto adotar as práticas de boa governança pois reconhece-as em seus documentos deliberativos.

Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Em 1º de fevereiro de 2002, a CCR – Companhia de Concessões Rodoviárias tornou-se a primeira empresa a abrir seu capital no Novo Mercado da Bovespa, seguida pela SABESP.

### **2.7.2 Companhias de Nível 1**

As companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- Divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

### **2.7.3. Companhias de Nível 2**

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- 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, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

## **2.8 INDICADORES ECONÔMICOS E FINANCEIROS DE DESEMPENHO**

Existe uma miríade de estudos buscando relacionar mecanismos de governança e valor das empresas. Nestes estudos são construídos índices de governança corporativa amplos que resumem em uma única medida informações relativas a diversos mecanismos e práticas de governança corporativa. Resumos das principais pesquisas empíricas sobre a relação entre governança corporativa e desempenho podem ser encontrados em Leal (2004 a, 2004 b), Bhagat e Jefferis (2002) e Denis e McConnell (2003).

Black (2001) avalia a hipótese de que o comportamento das práticas de governança afeta o valor de mercado das empresas na Rússia. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, o autor utilizou um ranking criado pelo banco de investimento Brunswick warburg, que atribuiu uma pontuação de 0 a 60 pontos, com índices maiores indicando maior “risco de GOVERNANÇA CORPORATIVA e valor de mercado das empresas, sugerindo que o comportamento da empresa em termos de práticas de governança pode ter um efeito considerável sobre o seu valor de mercado, principalmente em um país onde a proteção ao investidor é fraca. O próprio autor ressalta, entretanto, que os resultados são

limitados pela pequena amostra (dezesesseis empresas) e pela ausência de variáveis de controle.

Kapper e Love (2002) avaliam a diferença na qualidade da GOVERNANÇA CORPORATIVA das empresas de quatorze países emergentes utilizando como base um índice de governança corporativa criado pelo banco Credit Lyonnais Securities Ásia (CSLA). As autoras avaliam a relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das empresas, encontrando uma alta correlação positiva entre qualidade da governança e valor de mercado das empresas. Como os resultados foram obtidos por meio do método dos mínimos quadrados para um período de uma ano, as autoras alertam para o possível problema de endogeneidade na relação entre as variáveis, evitando concluir sobre qualquer relação de causalidade da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas. Leal e Carvalhal-da-Silva (2004a) investigam a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e desempenho das companhias abertas brasileiras por meio da construção de um índice de governança amplo. Foram atribuídos pesos iguais às questões, de forma que a pontuação das empresas varia em uma escala de 0 a 15. O índice foi construído com base em dados secundários, possibilitando a elaboração de índices relativos ao período de 1998 a 2002. Os testes da relação entre qualidade da governança corporativa e o desempenho foram realizados por meio de análises de dados em painel utilizando os procedimentos de efeitos comuns, efeitos fixos e efeitos aleatórios.

### 2.8.1. Modelos de Avaliação de Desempenho e Controle de Gestão

<sup>15</sup>Os modelos geralmente utilizados para análise do ambiente organizacional, definição de objetivos e elaboração das estratégias são apresentados de forma estática, como se a dinâmica dos negócios ou dos processos de gestão pudessem, efetivamente, serem divididos conforme modelos estáticos e simetricamente intercalados e implementados.

A realidade e o cotidiano do processo de gestão não permitem que a dinâmica seja subjugada por modelos estáticos de avaliação do desempenho. A implantação das estratégias ocorre quase que instantaneamente ao desenvolvimento das ações. Por sua vez, a avaliação e o controle dos resultados esperados devem seguir os mesmos passos e a mesma velocidade de reação da organização à implantação das ações.

Da mesma forma que a empresa não pode ter sua dinâmica de funcionamento “cortada” em determinado tempo para a análise dos resultados, os modelos de avaliação de desempenho não podem sucumbir à tentação de seguir um modelo estático. Os modelos tradicionais de avaliação e controle sofrem desse vício, isto é, avaliam e controlam a partir de posições estáticas e quantitativas. Os modelos tentam parar a organização para proceder a avaliação e o controle. Indicadores de desempenho, como liquidez, endividamento e rentabilidade, baseados exclusivamente nas informações contidas em Balanços Patrimoniais tendem a ser muito limitados. Primeiro, por não demonstrarem os resultados da empresa conforme sua dinâmica de funcionamento; segundo, porque esses modelos não

---

<sup>15</sup> BERTON, Luiz Hamilton. Balanced scorecard – uma nova ferramenta de gestão. **Revista da FAE**, Curitiba, n.1/2, p.19, jan./dez. 1998.

apresentam a inter-relação entre os diversos segmentos da empresa e destes com o ambiente.

Pode-se dizer que os modelos tradicionais de avaliação e controle do desempenho empresarial mostram o processo de entropia organizacional, mas não demonstram diretamente como fatores externos e intangíveis influenciam os resultados da empresa.

Uma das maiores barreiras para o sucesso da implantação de melhoria do desempenho organizacional nas empresas brasileiras é a falta de sistemas de medição do desempenho adequadas a essas estratégias. A dificuldade cultural de mudar as práticas de medição existentes, para incluir dimensões qualitativas de medição, constitui um dos principais entraves à adoção de novos sistemas de medição mais adequados. Faltam também metodologias adequadas para a medição de informações puramente qualitativas, que possam ser utilizadas pelos vários *stakeholders*.

A governança corporativa, como conjunto de princípios e práticas que têm sido incorporadas aos modelos de gestão das empresas, tem atraído o interesse de diferentes partes interessadas – e, em sentido mais amplo, o próprio interesse público. As partes interessadas mais diretamente envolvidas com os valores e processos de governança corporativa, bem como os seus interesses, estão sintetizadas no Quadro 3.0 pela diversidade das partes interessadas, fica evidente que, embora em sentido restrito, a governança responde aos interesses dos acionistas e dos agentes mais diretamente envolvidos com as operações corporativas, em sentido amplo ela pode abranger um conjunto maior de relações de uma corporação de negócios com todos os agentes direta ou indiretamente alcançados por suas ações.

Pela extensão e pela diversidade de seus impactos, há, em contrapartida, também diversas tentativas de definição em torno do significado e do alcance da governança corporativa. O mesmo ocorre com os modelos que podem ser adotados em sua operacionalização. E tanto conceitos como modelos têm a ver com a amplitude que se dá aos processos de governança e aos seus impactos efetivos. Não surpreende, portanto, que, sob diferentes perspectivas, há diferentes conceitos de governança.

Apesar da diversidade conceitual, há um conjunto bem definido de expressões-chave, ligadas aos princípios, aos modelos, às práticas, aos mecanismos de regulação e aos propósitos da governança corporativa.

Eles estão presentes na maior parte das definições. Os principais são:

- Direitos dos acionistas (*shareholders*).

<b>Partes interessadas e interesses que podem estar presentes em processos de governança corporativa de diferentes amplitudes.</b>	
<b>Partes interessadas</b>	<b>Interesses</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Acionistas/cotistas:               <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Controladores.</li> <li>◇ Minoritários.</li> </ul> </li> <li><input type="checkbox"/> Conselhos de Administração.</li> <li><input type="checkbox"/> Conselhos Consultivos.</li> <li><input type="checkbox"/> Auditorias Independentes.</li> <li><input type="checkbox"/> Conselhos Fiscais.</li> <li><input type="checkbox"/> Diretoria executiva: <i>CEO</i> e <i>staff</i>.</li> <li><input type="checkbox"/> Comitês corporativos de gestão.</li> <li><input type="checkbox"/> Funções corporativas.</li> <li><input type="checkbox"/> Outras partes internas interessadas:               <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Empregados.</li> <li>◇ Fundações de assistência e seguridade.</li> </ul> </li> <li><input type="checkbox"/> Outras partes externas interessadas:               <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ Fornecedores.</li> <li>◇ Clientes.</li> <li>◇ Consumidores/Usuários.</li> </ul> </li> </ul>	<p><i>Restritos</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> Cumprimento de disposições estatutárias.</li> <li><input type="checkbox"/> Condições estabelecidas em acordos de acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Desempenho estratégico no ambiente de negócios.</li> <li><input type="checkbox"/> Maximização da riqueza dos acionistas.</li> <li><input type="checkbox"/> Otimização do retorno sobre ativos tangíveis.</li> <li><input type="checkbox"/> Preservação de ativos intangíveis.</li> <li><input type="checkbox"/> Remuneração e benefícios da direção executiva.</li> <li><input type="checkbox"/> Perenidade da empresa.</li> </ul>

<input type="checkbox"/> Agências reguladoras. <input type="checkbox"/> Órgãos normativos do mercado de capitais. <input type="checkbox"/> Comunidades.	<i>Ampliados</i> <input type="checkbox"/> Indicadores de cumprimento de disposições legais. <input type="checkbox"/> Responsabilidades corporativas quanto a: ◇ Interesse nacional. ◇ Interesse social. <input type="checkbox"/> Balanços de alcance externo: ◇ Social. ◇ Ambiental.
---	---

**Quadro 3** – Partes Interessadas Governança Coporativa  
 Fonte: Governança Corporativa – Andrade & Rossetti

Para Martins (2001), a resposta para a questão da informação prestada para vários usuários parece estar posicionada entre os seguintes extremos:

1. elaborar vários conjuntos de relatórios, para atender aos usuários que exigem e têm poder para conseguir as informações que desejam; ou
2. elaborar um relatório com grande variedade de informações capaz de atender às necessidades de quase todos os interessados.

Existem inúmeras formas de avaliar uma empresa, mas é preciso considerar o propósito da avaliação e as características diferenciadas de cada empresa. Essas técnicas podem ser classificadas em: técnicas comparativas de mercado; técnicas que tem como base ativos e passivos contábeis ajustados; e as técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros, normalmente o fluxo de caixa. Dentro dessas categorias, existem as subdivisões em vários modelos.

Para a empresa que irá utilizá-los, o maior problema é escolher qual o modelo mais apropriado. Por exemplo, os modelos que têm como base o mercado buscam conferir o valor da empresa a partir da comparação com outras empresas que trabalham no mesmo ramo. Isto significa possuir uma gama considerável de informações de seus concorrentes, o que não é uma das tarefas mais fáceis. O modelo que tem como base os ativos e passivos contábeis e atribuem o valor da empresa baseando-se na conversão para o valor de mercado de alguns itens que

fazem parte das demonstrações contábeis sofrem da defasagem inicial da ponderação do custo de oportunidade, além de não atribuir valor à capacidade de geração de recursos da empresa. Os modelos que descontam os fluxos futuros de benefícios têm como base que o valor da empresa deve ser feito a partir da sua potencialidade de geração de riqueza.

Diante desse quadro, interessam especialmente as decisões tomadas com base em fatos e dados concretos e objetivos. A rede que contém tais informações será chamada de sistema de medição. Com os seus dados, a organização terá critérios mais realistas para corrigir erros e continuar a investir na melhoria contínua. Será capaz ainda de verificar se todos os objetivos estão alinhados com as metas gerais da organização, criando o efeito sinergia. Ela poderá conhecer os desejos de seus clientes antecipadamente e trabalhar para satisfazê-los e superá-los. Enfim, a prática da medição é uma poderosa arma para a organização do futuro, pois significa monitorar a informação.

Nesse sentido, cabe ressaltar que existe uma tendência mundial para dar uma crescente importância à questão da medição de desempenho, utilizando grupos de ferramentas chamadas indicadores, podendo ser definidos como funções que permitem obter informações sobre as medidas relacionadas a um produto, um processo, um sistema, ou a uma grandeza ao longo do tempo.

Segundo Macedo-Soares e Ratton (1999, p. 48), o conceito de sistema de medição de desempenho é

*“o conjunto de pessoas, processos, métodos e ferramentas que conjuntamente geram, analisam, expõem, descrevem, avaliam e revisam dados e informações sobre as múltiplas dimensões do desempenho nos níveis individual, grupal, operacional e geral da organização, em seus diversos elementos constituintes”.*

Sendo assim, o desenvolvimento de um sistema de medição, de forma consistente com os objetivos estratégicos, poderá contribuir de maneira decisiva

para a efetiva implementação e consolidação de estratégias de melhoria do desempenho organizacional, impulsionando as necessárias mudanças, inclusive a crítica mudança da cultura organizacional, quando for o caso.

No entanto, para ser realmente eficaz, o sistema de medição deve ter alguns atributos, cabendo destacar: o alinhamento, ou seja, o grau no qual as medidas utilizadas pelos diversos indivíduos e grupos focam objetivos dispostos linearmente com os objetivos gerais da sua organização; a visibilidade do sistema em todos os níveis e para todos os interessados; o balanceamento dos critérios de medição; a adaptabilidade do sistema às necessárias mudanças nos objetivos de medição; e a abrangência do sistema (MACEDO-SOARES E RATTON, 1999).

Enfim, vale ressaltar que o Brasil não figura como desenvolvedor de tecnologias de gestão, no quadro geral da globalização. Com isso, é possível entender porque as organizações multinacionais costumam transferir as decisões de planejamento estratégico e medição do desempenho para as matrizes no exterior. Tais organizações utilizam modelos desenvolvidos academicamente e posteriormente implementados nas empresas, como o *Balanced Scorecard*, ou criam modelos próprios, adequados às suas necessidades. Assim, as empresas nacionais buscam esses mesmos modelos no exterior, tornando os efeitos semelhantes para ambas.

Porém, tanto o *Balanced Scorecard* como os demais modelos existentes possuem suas limitações, reconhecidas pelos próprios autores. Logo, as adaptações devem ser feitas localmente, com a conjugação de vários modelos ou o desenvolvimento de soluções próprias.

De acordo com Macedo-Soares e Ratton (1999), um novo sistema de medição deve ser espelhado em um modelo como o *Balanced Scorecard*. Deve

possuir metodologias associadas para não somente identificar e medir de forma relativamente fácil indicadores, em todos os níveis, mas também agregar, no nível macro, em algumas medidas-chave de desempenho geral, os resultados dessa medições. E, além desses requisitos, possuam ainda mecanismos de previsão e ferramentas para lidar com problemas de motivação e aceitação do novo sistema, adaptados às contingências do setor e do país.

### **2.8.2 Economic Value Added – Eva e Market Value Added - MVA**

Devido à grande competitividade existente no mercado e principalmente à exigência de posturas de gerenciamento mais eficazes, muitas empresas estão tendo como base de orientação a “filosofia de gestão concentrada no valor”. Segundo Martins (2001, p. 238)

*“Value Management (Vbm) constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processo gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (valor drivers), especialmente o custo de capital”.*

O *Economic Value Added (EVA®)* e o *Market Value Added (MVA®)* são exemplos de indicadores de mensuração do valor, os quais serão definidos a seguir.

Em seu nível mais básico, o EVA®, uma sigla para *valor econômico agregado*, “é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza” (Ehrbar, 1999, p.1).

Para Martins (2001, p. 244), o EVA® é compreendido como

*“uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento. Esse conceito foi desenvolvido durante a década de 80 e amplamente divulgado pela obra de Stewart (1991).”*

De acordo com Ehrbar (1999), o EVA é uma medida dos lucros verdadeiros – aqueles que começam apenas quando o custo de capital, como todos os demais custos, tenha sido cobertos. Aritmeticamente, é o lucro operacional após pagamento de impostos, menos o encargo sobre capital, apropriado tanto para endividamento quanto para capital acionário. O que resta é o lucro residual ou valor econômico adicionado (EVA).

De acordo com Ehrbar (1999, p. 35), “o valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de riqueza. Diz o valor de uma empresa, porém despreza aquele assunto vital de quanto capital a empresa investiu para alcançar tal valor”. Logo, a criação de riqueza é determinada não pelo valor de mercado de uma empresa, mas sim, pela diferença entre o valor de mercado e o capital que investidores comprometeram naquela empresa. Martins (2001, p. 250), a respeito do EVA® e do MVA®, diz que

*“o MVA®, por representar as expectativas do mercado sobre os resultados da empresa, está ligado ao futuro. Já o EVA®, mais voltado para a avaliação de desempenho da gestão e comunicação dos resultados alcançados, relaciona-se com o passado”.*

Entretanto, o MVA® sofre a influência, entre outros fatores, das comunicações levadas ao mercado pela empresa, podendo ser o EVA® uma das mais significativas.

Neste contexto, observa-se que decisivo para a avaliação de uma empresa, não é o seu valor de mercado, mas o valor total de mercado (tanto de ações quanto de endividamento), subtraindo-se o capital total. Tal diferença é denominada *Market Value Added* – MVA (Valor de Mercado Agregado).

Sua fórmula, de acordo com Ehrbar (1999, p. 36) é dada por:

$$* \text{MVA} = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Total}$$

O MVA é a medida definitiva de criação de riqueza. Ganha de todas as outras medidas por ser a diferença entre entrada de caixa e saída de caixa – entre aquilo que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente. Como tal, o MVA é o montante acumulado pelo qual a empresa valorizou – ou desvalorizou – a riqueza dos acionistas.

Além disso, como afirma Ehrbar (1999), o MVA é automaticamente ajustado para risco, já que os valores de mercado de empresas incorporam julgamentos de investidores quanto a risco além de desempenho. Isto significa que o MVA é uma medida que pode ser utilizada para comparar diretamente os desempenhos de empresas em setores diferentes ou até mesmo em países diferentes. Assim, pode-se utilizar o MVA para comparar, por exemplo, um banco a um varejista ou uma siderurgia a uma empresa de *software*. Portanto, o MVA é a meta final no jogo de criação de riqueza. O objetivo financeiro maior de toda empresa deveria ser criar tanta riqueza para acionistas – tanto MVA – quanto possível.

### **2.8.3 Análise Financeira Tradicional**

Conforme Hoji (1999, p. 274), “a técnica de análise por meio de índices consiste em relacionar contas e grupos de contas para extrair conclusões sobre tendências e situação econômico-financeira da empresa”. Por mais que os indicadores tradicionais, de uma forma geral, representem pouco na efetiva e eficiente análise do desempenho da empresa, principalmente pelo fato desses indicadores representarem exclusivamente os ativos tangíveis da empresa e se referirem ao desempenho passado, não podem ser totalmente descartados no processo de análise de uma organização. De fato, eles servirão sempre de

referência, mas não podem ser usados com exclusividade. Os principais indicadores tradicionais são apresentados a seguir:

### **2.8.3.1 Índices de Liquidez**

Os índices de liquidez medem a posição financeira da empresa, em termos de sua capacidade de pagamento. A administração da liquidez consiste em equiparar os prazos das dívidas com os prazos dos ativos e outros fluxos de caixa, a fim de evitar insolvência técnica. De acordo com Groppelli & Nikbakht (1998), a mensuração da liquidez é importante. Em essência, tais índices testam o grau de solvência da empresa. De acordo com Hoji (1999), estes índices estão divididos em:

- liquidez corrente (AC/PC): indica quanto a empresa possui em dinheiro, mais os bens e direitos realizáveis no decorrer do exercício seguinte ao do encerramento do balanço, para pagar suas dívidas vencíveis no mesmo período de tempo;
- liquidez geral:  $[(AC+RLP)/(PC+ELP)]$ : indica a capacidade de pagamento de todas as dívidas da empresa, tanto de curto como de longo prazo. Se o coeficiente for superior à unidade, a situação da empresa, em princípio, é favorável; se o coeficiente for inferior à unidade, considera-se a situação como desfavorável, evidenciando que a empresa vem recorrendo demais a capitais de terceiros;
- capital circulante líquido (AC-PC): evidencia as aplicações de recursos no giro dos negócios da empresa. Quando for positivo, evidencia situação financeira favorável. Quando negativo, indica que a empresa tem mais obrigações de curto prazo do que bens e direitos a curto prazo, caracterizando uma situação “inadequada”;

- liquidez seca  $[(AC - estoques)/PC]$ : Angelo & Silveira (1996) salientam que a liquidez seca avalia o que os ativos financeiros representam no total do ativo circulante, uma vez que desconsidera os estoques.

### **2.8.3.2 Índices de Rentabilidade**

Os índices de rentabilidade avaliam o desempenho global da empresa, em termos de sua capacidade de gerar lucros. Segundo Hoji (1999, p. 283), “os índices de rentabilidade medem quanto estão rendendo os capitais investidos”. A análise da rentabilidade começa com um exame da maneira pela qual os ativos foram empregados. Tais índices estão divididos em:

- Margem bruta (lucro bruto/ROL): indica quanto a empresa obtém de lucro bruto para cada R\$ 1,00 de receita líquida. “Quanto maior, melhor” (Schrickel,1997);
- Margem líquida (lucro líquido/ ROL): indica qual foi o lucro líquido em relação à receita operacional líquida;
- Retorno sobre o patrimônio líquido  $[(LL/PL\text{líquido})x100]$ : indica o rendimento obtido pela empresa como remuneração do investimento dos acionistas (os fornecedores de capital de risco).

### **2.8.3.3 Índices de Estrutura/Endividamento**

Conforme Hoji (1999, p. 277), “indicam o grau de dependência da empresa com relação a capital de terceiros e o nível de imobilização do capital. Quanto menor o índice, melhor.”

Segundo Schrickel (1997), é fundamental que toda e qualquer empresa mantenha seu endividamento oneroso em níveis prudentes e gerenciáveis. Cada

iniciativa do dia-a-dia deve ser precedida da correspondente reflexão sobre o impacto que tais decisões estratégicas terão sobre a estrutura financeira da empresa.

Os índices de estrutura/endividamento avaliam a segurança oferecida pela empresa aos capitais alheios e revelam a sua política de obtenção de recursos e de aplicação dos recursos nos diversos itens do ativo. Para Groppelli & Nikbakht (1998), a forma para descobrir o grau de endividamento da empresa é analisar vários índices de endividamento, ou seja:

- endividamento geral  $[(PC + ELP)/AT]$ : indica que porcentagem dos ativos totais é financiada por capital de terceiros. Segundo Angelo & Silveira (1996), trata-se de um indicador fortemente correlacionado com a probabilidade de uma empresa ficar insolvente;
- participação de capitais de terceiros sobre os recursos totais  $[ET/(ET + PL)]$ ;
- volume de recursos de tesouraria sobre as vendas  $[(T/vendas\ mensais) \times 100]$ ;
- volume de recursos de NCG em relação às vendas  $[(NCG/vendas\ mensais) \times 100]$ ;
- composição de endividamento  $[AP/(PC+ELP)]$ : indica a participação do capital de terceiros a curto prazo com relação ao total das exigibilidades.

#### **2.8.3.4 Índices de Imobilização**

Imobilização do patrimônio líquido  $[(AP/PL) \times 100]$ : indica a parcela dos recursos próprios investidos no ativo permanente.

Imobilização dos recursos  $[AP/(PL + ELP)] \times 100$ : informa quanto dos recursos permanentes e de longo prazo estão investidos no ativo permanente.

### 2.8.3.5 Alavancagem

Conforme Sandroni (1996), o termo alavancagem significa:

*“Um termo usado no mercado financeiro para designar a obtenção de recursos para realizar determinadas operações. Num sentido mais preciso, significa a relação entre endividamento de longo prazo e o capital empregado por uma empresa. Assim, o quociente endividamento de longo prazo / capital total empregado reflete o grau de alavancagem empregado. Quanto maior for o quociente, maior será o grau de alavancagem.”*

Segundo Gitman (1997), podem ser definidos três tipos básicos de alavancagem, no que diz respeito à demonstração de resultados da empresa. São eles:

- **alavancagem operacional:** determinada pela relação entre as receitas de vendas da empresa e seu lucro antes dos juros e imposto de renda, ou LAJIR (lucros operacionais). Ou seja, é o uso potencial de custos operacionais fixos para aumentar os efeitos das mudanças nas vendas sobre os lucros da empresa antes dos juros e dos impostos;
- **alavancagem financeira:** refere-se à relação entre o lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR) e o lucro de suas ações ordinárias por ação (LPA). Ou seja, é a capacidade da empresa para usar encargos financeiros fixos a fim de maximizar os efeitos de variações no lucro antes dos juros e impostos (LAJIR) sobre os lucros por ação (LPA) da empresa. Vale observar que, de acordo com Ross & Wasterfield & Jordan (1998), a alavancagem financeira pode alterar de maneira dramática os resultados para os acionistas da empresa;
- **alavancagem total:** é determinada pela relação entre a receita de vendas da empresa e o lucro por ação (LPA). Ou seja, o uso potencial de custos fixos,

tanto operacionais como financeiros, para aumentar o efeito de variações nas vendas sobre o lucro por ação (LPA).

#### **2.8.3.6 Sistema DuPont – Retorno Sobre o Ativo (RSA)**

Silva (2001, p. 126) afirma que “o chamado *Sistema Du Pont* de análise consiste na decomposição do retorno sobre o ativo total (lucro líquido dividido pelo ativo total)”. O retorno sobre o ativo indica a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais. Assim, tem-se:

$$\text{RSA} = \text{LL}/\text{AT} \times 100, \text{ onde:}$$

LL = lucro líquido

AT = ativo total

O RSA é o produto do giro do ativo (VL/AT) pelo retorno sobre as vendas (LL/VL), isto é:

$$\text{LL}/\text{AT} = \text{VL}/\text{AT} \times \text{LL}/\text{VL}, \text{ onde:}$$

LL = lucro líquido

AT = ativo total

VL = vendas líquidas

O retorno sobre o investimento é um conceito muito utilizado na área de análise financeira. O lucro é o prêmio do empresário pelo risco assumido na atividade empresarial.

### 2.8.3.7Custo Ponderado de Capital

O custo médio ponderado de capital está sendo cada vez mais utilizado pelas empresas para avaliar seu desempenho financeiro. Reunindo os pesos da estrutura de capital, juntamente com o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros depois do imposto de renda, torna-se possível calcular o custo geral de capital da empresa, multiplicando-se os pesos pelos custos correspondentes e depois somando-se. O resultado será o custo médio ponderado de capital – WACC. (Ross & Westerfield & Jordan,1998)

Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 254) afirmam que o WACC tem uma interpretação muito simples, ou seja:

*“É o retorno global que a empresa deve obter sobre os seus ativos para manter o valor de suas ações. Também é o retorno exigido de quaisquer investimentos da empresa que possuam essencialmente os mesmos riscos que as operações existentes.”*

Portanto, o custo ponderado médio de capital é a taxa de retorno exigida sobre a empresa como um todo, como também a taxa de desconto apropriada para fluxos de caixa que possuam risco semelhante ao da empresa como um todo. Ou seja, é a taxa de desconto apropriada somente quando o investimento proposto é uma réplica das atividades operacionais existentes (Ross & Westerfield & Jordan,1998). Enfim, a possibilidade de usar ou não o WACC para avaliar um projeto dependerá deste estar ou não na mesma classe de risco da empresa.

De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (1998, p.254), o WACC é calculado da seguinte maneira:

“  $WACC = (E/V) \times RE + (D/V) \times RD \times (1 - Tc)$ , onde:

$Tc$  = alíquota do IR de pessoa jurídica

$E$  = valor de mercado do capital próprio da empresa

$D$  = valor de mercado do capital de terceiros da empresa

$$V = E + D$$

(E/V) = a proporção de capital próprio no financiamento total da empresa (em termos de valor de mercado)

(D/V) = a proporção de capital de terceiros”.

Os indicadores tradicionais apresentam com certa precisão o desempenho financeiro da empresa no passado. Certamente, qualquer analista, investidor ou não, deve ficar atento a esses indicadores, mas não podem ficar restritos somente a eles em função de que esses indicadores não demonstram a tendência futura da empresa, nem permitem avaliar os ativos intangíveis.

Após apresentados os principais indicadores utilizados na análise tradicional, cabe apresentar indicadores não-tradicionais, que devem compor um sistema de indicadores de desempenho mais atrelados à atualidade do mercado. Nesse sentido, será apresentado a seguir o modelo de análise dinâmica de demonstrações financeiras.

#### **2.8.4 *Economic Value Added* – Eva e Market Value Added - MVA**

Um anteprojeto de alteração da Lei das Sociedades Anônimas, elaborado por especialistas e juristas, foi entregue pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, ao ministério da Fazenda. Uma das importantes alterações refere-se à introdução de novas demonstrações contábeis, tais como: a demonstração do fluxo de caixa, substituindo a DOAR – Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos – e, a DVA – Demonstração do Valor Adicionado.

A DVA deverá informar o quanto de riqueza uma empresa produziu, ou seja, o quanto ela adicionou de valor aos seus fatores de produção. Deverá informar, ainda, de que forma essa riqueza está sendo distribuída (entre empregados, governo, acionistas, financiadores de capital) e quanto deverá ficar retido na empresa. Essa demonstração surgiu na Alemanha, no início do século, e atualmente é conhecida como EVA®<sup>5</sup> – Economic Value Added – marca patenteada por uma empresa de consultoria americana.

Devido à grande competitividade existente no mercado e principalmente à exigência de posturas de gerenciamento mais eficazes, muitas empresas estão tendo como base de orientação a “filosofia de gestão concentrada no valor”. Segundo Martins (2001, p. 238)

*“Value Management (Vbm) constitui-se numa abordagem em que as aspirações, as técnicas de análise e os processo gerenciais são orientados para a maximização do valor da empresa, focalizando as decisões sobre os direcionadores de valor (valor drivers), especialmente o custo de capital”.*

O *Economic Value Added* (EVA®) e o *Market Value Added* (MVA®) são exemplos de indicadores de mensuração do valor, os quais serão definidos a seguir.

#### **2.8.4.1 Definição do EVA® - *Economic Value Added***

Em seu nível mais básico, o EVA®, uma sigla para *valor econômico agregado*, “é uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza” (Ehrbar, 1999, p.1).

Para Martins (2001, p. 244), o EVA® é compreendido como

---

<sup>5</sup> EVA e *Economic Value Added* são marcas registradas da *Stern Stewart & Co.* (USA).

*“uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento. Esse conceito foi desenvolvido durante a década de 80 e amplamente divulgado pela obra de Stewart (1991)”.*

Além de representar uma medida de desempenho empresarial, o EVA® é visto como a estrutura para um sistema completo de gerência financeira e remuneração variável, apresentando as seguintes características:

- pode orientar cada decisão tomada pela empresa, da sala do conselho até o chão de fábrica;
- pode transformar uma cultura corporativa;
- pode melhorar as vidas profissionais de todos na organização, fazendo com que sejam mais bem-sucedidos; e
- pode ajudá-los a produzir maior valor para os acionistas, clientes e para eles próprios.

De acordo com Erhbar (1999), o encargo de capital no EVA é o que os economistas chamam de custo de oportunidade. O EVA é lucro da forma pela qual os acionistas o medem. Ou seja, se os acionistas esperam uma taxa de retorno mínima de, por exemplo, 12% sobre seu investimento, estes não começam a “ganhar dinheiro” até que os lucros ultrapassem aquela marca.

Os pré-requisitos para um aumento a longo prazo no valor de mercado da empresa são os aumentos em produtividade, inovação, crescimento e satisfação, tanto do cliente quanto do colaborador.

Na prática, pode-se dizer que:

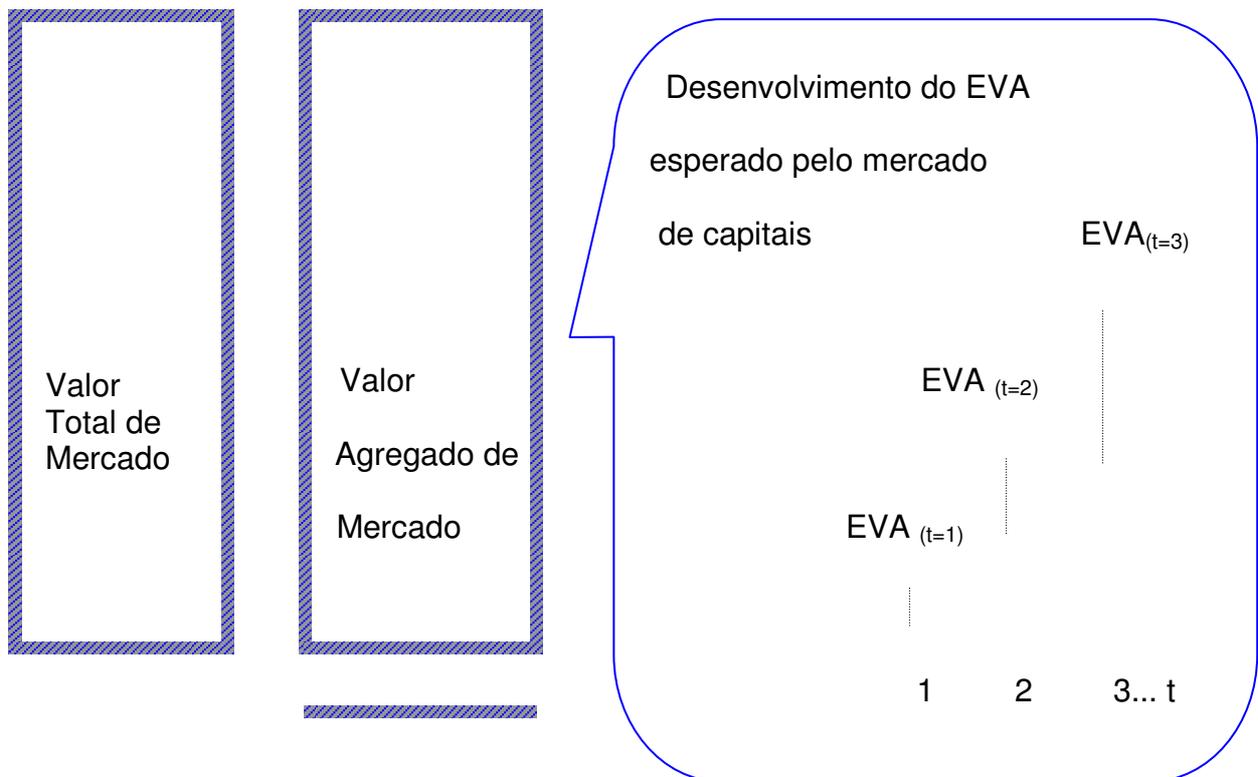
- o EVA® mostra o resultado de uma empresa, de um projeto ou de um investimento, por período;
- o valor presente líquido de um futuro EVA esperado para uma unidade em operação, projeto ou investimento é o valor econômico. É usado para avaliar

decisões estratégicas e operacionais, com relação especial a investimentos e aquisições;

- a soma do valor econômico de todas as atividades, projetos e investimentos é o valor econômico da unidade de negócio e suas subdivisões, em sua totalidade.

Assim observa-se que o indicador para o gerenciamento orientado para valor é o EVA, ou seja:

### Desenvolvimento do EVA



**Figura 1** - Desenvolvimento do EVA  
Fonte: Rasoto. 2001.

#### 2.8.4.2 A Equação do EVA

De acordo com Ehrbar (1999), o EVA é uma medida dos lucros verdadeiros – aqueles que começam apenas quando o custo de capital, como todos os demais custos, tenha sido cobertos. Aritmeticamente, é o lucro operacional após pagamento de impostos, menos o encargo sobre capital, apropriado tanto para endividamento quanto para capital acionário. O que resta é o lucro residual ou valor econômico adicionado (EVA).

O cálculo efetivo do EVA requer, em primeiro lugar, uma série de decisões quanto a como medir corretamente o lucro operacional, como medir capital e como determinar o custo de capital.

Sua fórmula, segundo EHRBAR (1999, p. 3), é dada por:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - C\% (\text{TC}), \text{ onde:}$$

- ***NOPAT (Net Operational Profit After Taxes) é o lucro operacional líquido após tributação;***
- C% é o custo percentual de capital;
- TC é o capital total.

A soma dos valores presentes do valor econômico agregado esperado dos períodos futuros – o EVA a valor presente – é o valor econômico da unidade de negócio, projeto ou investimento. A taxa de desconto equivale à taxa de custos de capital.

A empresa somente cria o valor adicional quando os aumentos do EVA excedem às expectativas de mercado. Deste modo, os aumentos esperados pelo

mercado são simplesmente o objetivo mínimo que a empresa precisa atingir. Esses objetivos mínimos funcionam como referência importante na definição de objetos comerciais ambiciosos e na elaboração de programas de incentivo, indicando o caminho para os colaboradores atuarem como empreendedores, cuja primeira preocupação consiste em incrementar o valor da empresa a longo prazo.

A remuneração do custo de capital permite que os retornos esperados pelos investidores estejam incluídos nas decisões operacionais e estratégicas, bem como acoplados aos indicadores de desempenho das unidades de negócio e das subdivisões que formam a empresa.

A melhoria do EVA que o mercado espera são objetivos mínimos que as unidades de negócio e suas subdivisões devem alcançar. Desta maneira, será acoplado ao plano de incentivos a melhoria contínua dos objetivos mínimos (*Continuous improvement*). Se um valor adicional é criado, os bônus aumentam.

Quanto mais colaboradores forem incluídos no plano de incentivos, mais e mais pessoas descobrirão, em si mesmas, os interesses para incrementar o valor da empresa.

O que se leva em consideração é a melhoria. Isto se aplica às unidades de negócios e às suas subdivisões, não importando suas posições iniciais (positivas ou negativas). Contudo, para criar valor, as melhorias de valor devem exceder as expectativas dos investidores (comparando com a curva de expectativas).

É necessária uma análise a longo prazo para todos os planos e decisões (sejam eles investimentos, desinvestimentos, aquisições, reestruturações alternativas ou suplementares). O ponto decisivo consiste em saber se o valor presente líquido do EVA esperado – em outras palavras, o valor econômico – é

positivo. O sistema de gerenciamento e incentivos deve fortalecer o enfoque sobre a criação do valor a longo prazo.

#### **2.8.4.3 Vantagens do EVA**

O método de valor econômico agregado obedece ao procedimento de análise dinâmica do investimento: o valor econômico equivale ao valor presente líquido do fluxo de caixa do futuro investimento.

O planejamento de investimento utilizando o valor econômico agregado (EVA) tem a vantagem competitiva adicional de ser um excelente indicador de desempenho para cada período. O método EVA dá uma ilustração sobre a contribuição anual para a agregação de valor de um projeto. Estando, ao mesmo tempo, diretamente ligado à medição de desempenho do grupo/divisão ou empresa durante cada período. O custo de capital é uma medição clara e definida da agregação de valor.

A aplicação de um método para unidade de negócio (períodos) e propostas de investimento (projetos) é um elemento vital para um plano integrado e seu gerenciamento.

Um investimento é vantajoso se o EVA for positivo. Projetos com o valor econômico agregado positivo contribuem para o aumento do valor de mercado da empresa, criando assim, o valor. Em contrapartida, projetos com EVA negativo destroem valor. Vale observar que sob o aspecto da vantagem competitiva entre os dois investimentos, deve ser escolhido o projeto com o maior EVA positivo.

A fórmula do EVA ilustra as maneiras mais importantes de criação de valor, ou seja:

- 1) Aumentar o retorno e a produtividade dos Ativos Operacionais sem empregar mais capital, como nos seguintes exemplos:
  - simplificando os processos e procedimentos (implementação de resultados de *benchmarking*);
  - reduzindo custos (redução de custos de compras, custeio por atividade, *target costing* (objetivos de custo), etc.);
  - diminuindo o *lead time* de produção;
  - melhorando a qualidade.
- 2) Crescimento através dos investimentos em projetos com um Valor Agregado positivo, por meio de:
  - aquisições e investimentos estratégicos para melhorar a competitividade de longo prazo;
  - novos produtos e serviços, particularmente para negócios nos quais a empresa possui uma posição forte de mercado;
  - novos canais de distribuição;
  - soluções de financiamento personalizadas.
- 3) Eliminação de ativos não-produtivos (gerenciamento de ativos), por exemplo, por meio de:
  - desmobilização de atividades de negócio não competitivas em mercados com potenciais limitados;
  - redução de estoques, por exemplo, de peças sobressalentes;
  - diminuição dos prazos de recebimento de clientes;
  - acordos com clientes sobre pagamentos antecipados (recebimento de sinais).

Colaboradores motivados, clientes satisfeitos, inovações e uma transformação da cultura são pré-requisitos necessários para o aumento contínuo do EVA. Portanto, é possível atingir o sucesso a longo prazo apenas se todos os colaboradores trabalharem juntos para aumentar o EVA, através de, por exemplo:

- utilização compartilhada de recursos;
- informação e comunicação abertas;
- uma cultura de aprendizado intensivo;
- utilização de novos recursos de comunicação, tais como *e-mail* e intranet.

Outra vantagem do uso do EVA é na avaliação de projetos de investimentos. A taxa interna de retorno e o fluxo de caixa não funcionam mais como uma marca de referência para investimentos e aquisições (ativos e financeiros). Em vez disso, o valor presente líquido do EVA – em outras palavras, o Valor de Negócio do projeto – é aplicado. Os projetos com um EVA positivo ajudam a aumentar o valor da empresa. Por outro lado, projetos com um EVA negativo destroem o valor. Comparando-se o EVA de projetos alternativos, o benefício relativo desses projetos pode ser determinado e os projetos classificados.

Na avaliação de projetos de novos investimentos e/ou aquisições, os métodos do Valor Econômico e do Fluxo de Caixa Descontado levam ao mesmo resultado. O enfoque dado a partir do Valor Econômico apresenta a vantagem de que as decisões de investimentos e as avaliações periódicas dos resultados baseiam-se nos mesmos parâmetros. A equiparação dos rendimentos esperados e os resultados efetivamente obtidos ocorre dentro de um sistema consistente.

#### **2.8.4.4 Relação entre o EVA e outras medidas de desempenho**

O EVA e seus componentes, Resultado Operacional após Impostos e Ativos Operacionais, são extensões de medidas de desempenho já existentes. Neste sentido, ele pode ser considerado como um desenvolvimento adicional do Retorno sobre os Ativos Investidos (RIV) – relaciona o lucro aos ativos investidos – e do Resultado HB-II – inclui os custos de financiamento de terceiros. O EVA desenvolve-se sobre essas considerações.

Entretanto, a taxa de custo de capital inclui não apenas o custo do capital de terceiros, mas também o, ainda maior, custo de capital próprio. Deste modo, a despesa de capital reflete o retorno esperado de todos os investidores. Um EVA positivo é mostrado somente quando se atinge o retorno solicitado por acionistas e bancos.

Ao contrário do RIV, que é expresso em porcentagem, o EVA é um valor absoluto. A linha do zero separa os projetos e investimentos que criam valor daqueles que destroem valor. Por outro lado, o RIV poderia criar inadvertidamente a impressão de que o retorno atual serve como referência. Quando o RIV estiver em um valor alto, haverá menos incentivo ao investimento de projetos que criam valor se o retorno sobre esses projetos foi superior ao custo de capital, porém inferior ao RIV atual.

#### **2.8.4.5 Definição de MVA**

De acordo com Ehrbar (1999, p. 35), “o valor de mercado não diz absolutamente nada sobre a criação de riqueza. Diz o valor de uma empresa, porém despreza aquele assunto vital de quanto capital a empresa investiu para alcançar tal

valor”. Logo, a criação de riqueza é determinada não pelo valor de mercado de uma empresa, mas sim, pela diferença entre o valor de mercado e o capital que investidores comprometeram naquela empresa. Martins (2001, p. 250), a respeito do EVA® e do MVA®, diz que “o MVA®, por representar as expectativas do mercado sobre os resultados da empresa, está ligado ao futuro. Já o EVA®, mais voltado para a avaliação de desempenho da gestão e comunicação dos resultados alcançados, relaciona-se com o passado”. Entretanto, o MVA® sofre a influência, entre outros fatores, das comunicações levadas ao mercado pela empresa, podendo ser o EVA® uma das mais significativas.

Neste contexto, observa-se que decisivo para a avaliação de uma empresa, não é o seu valor de mercado, mas o valor total de mercado (tanto de ações quanto de endividamento), subtraindo-se o capital total. Tal diferença é denominada *Market Value Added* – MVA (Valor de Mercado Agregado).

Sua fórmula, de acordo com Ehrbar (1999, p. 36) é dada por:

$$* \text{MVA} = \text{Valor de Mercado} - \text{Capital Total}$$

O MVA é a medida definitiva de criação de riqueza. Ganha de todas as outras medidas por ser a diferença entre entrada de caixa e saída de caixa – entre aquilo que investidores colocam na empresa como capital e o que poderiam receber vendendo pelo preço de mercado corrente. Como tal, o MVA é o montante acumulado pelo qual a empresa valorizou – ou desvalorizou – a riqueza dos acionistas.

Além disso, como afirma Ehrbar (1999), o MVA é automaticamente ajustado para risco, já que os valores de mercado de empresas incorporam julgamentos de investidores quanto a risco além de desempenho. Isto significa que o MVA é uma medida que pode ser utilizada para comparar diretamente os desempenhos de

empresas em setores diferentes ou até mesmo em países diferentes. Assim, pode-se utilizar o MVA para comparar, por exemplo, um banco a um varejista ou uma siderurgia a uma empresa de *software*. Portanto, o MVA é a meta final no jogo de criação de riqueza. O objetivo financeiro maior de toda empresa deveria ser criar tanta riqueza para acionistas – tanto MVA – quanto possível.

Com relação ao cálculo do MVA, tem-se que este toma o valor bruto de mercado e dele subtrai o investimento acumulado de capital realizado até aquele momento. O que sobra é o valor presente líquido da empresa. Sendo, o MVA, o valor de mercado de uma empresa menos o valor contábil de seu capital investido.

O MVA representa as expectativas dos investidores em relação a seus ganhos futuros. Essas expectativas refletem-se nos ganhos de preços de ações e pagamentos de dividendos. Logo, o MVA tanto pode ser positivo quanto negativo.

“Embora a meta de qualquer empresa devesse ser criar o maior MVA possível, o MVA em si não tem muita utilidade como guia para a tomada de decisões no dia-a-dia” (EHRBAR, 1999, p.41), uma vez que:

- o MVA somente poderá ser calculado se a empresa tiver suas ações negociadas em bolsa e tiver um preço de mercado;
- mesmo para empresas de capital aberto, o MVA somente poderá ser calculado consolidado, ou seja, não há MVA para uma divisão, unidade de negócios, subsidiária ou linha de produtos;
- a volatilidade dos preços do mercado de ações apresenta um impacto direto nas atitudes do gerenciamento e o MVA;
- não existe um elo preciso entre as atitudes do gerenciamento e o MVA;
- não existe relação entre o MVA e aqueles que conduzem a atividade.

Portanto, em razão das limitações do MVA, adota-se o EVA como sistema interno de medida de desempenho. A regra fundamental é que o MVA da empresa deve ser igual à soma do valor presente dos valores futuros de EVA obtidos pela empresa.

O MVA, que pode ser determinado para qualquer empresa de capital aberto, revela mais do que a situação de lucro atual da empresa. Reflete, também, as expectativas dos investidores com relação ao desempenho futuro da empresa.

Como se pode observar, o EVA e o MVA constituem excelentes indicadores de desempenho que podem compor um modelo único de avaliação de desempenho, conforme estabeleceu-se nos objetivos da presente tese. Nas próximas páginas serão apresentados alguns dos diversos indicadores discutidos pela literatura que trata do assunto avaliação de ativos intangíveis. O objetivo de apresentar essa discussão é formar uma gama de indicadores de desempenho, que certamente poderão compor o modelo proposto no presente trabalho.

## CAPÍTULO III - METODOLOGIA

### 3.1 TIPO DE PESQUISA

O planejamento de uma pesquisa depende tanto do problema a ser estudado, da sua natureza e situação espaço-temporal em que se encontra, quanto da natureza e nível de conhecimento do pesquisador (KÖCHE, 1987, p.122). Isso significa que pode haver vários tipos de pesquisa.

A presente pesquisa prevê a utilização de dados<sup>6</sup> das demonstrações financeiras coletados através do Banco de Dados da Empresa Econômica referente a 14(catorze) empresas, sendo sempre duas de ramos similares, todas, participantes do mercado de ações (Bovespa), visando comparar seu desempenho econômico e financeiro com as empresas que não participam da Governança. Sendo assim, o método científico que se considera o mais apropriado e que se enquadra nesta proposta é o método comparativo, definido por GIL (2000, p. 41) como o método que “procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, tendo em vista ressaltar as diferenças e similaridades entre eles”.

O método comparativo se enquadra melhor aos objetivos de pesquisa que os demais métodos, como o dedutivo, o indutivo, o dialético ou histórico. Isto porque a presente pesquisa pretende verificar a ocorrência ou não de um melhor desempenho econômico e financeiro entre as empresas que serão alvo de um estudo de caso. Tendo com foco a questão chave a ser respondida na presente dissertação se a empresa que participa do mercado de ações e adota as boas

---

<sup>6</sup> Entende-se dados como sendo registros primários ou secundários que ainda não sofreram processamento, enquanto informações são entendidas como o resultado obtido do processamento dos dados.

práticas da Governança Corporativa tem um melhor desempenho econômico e financeiro em relação as empresas que não adotam as boas práticas.

### **3.1.2. Estudo de Caso**

Consiste em coletar e analisar informações sobre um determinado indivíduo, família, grupo ou comunidade, a fim de estudar aspectos variados de sua vida, de acordo com o assunto da pesquisa (ALMEIDA, 1996, p. 106).

### **3.1.3 Pesquisa Bibliográfica**

Se faz necessário para fundamentação teórica e empírica do estudo a auxiliar na pesquisa comparativa a pesquisa bibliográfica.

Nesta etapa deve-se realizar o estudo sobre os temas envolvidos na dissertação. No levantamento bibliográfico, deve-se dar especial destaque a periódicos acadêmicos, como a Revista de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas, a Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo, além de outros periódicos, como a Revista HSM *Management*, o Jornal Gazeta Mercantil, a Revista Exame, entre outros. Também devem ser exaustivamente pesquisadas teses e dissertações recentes sobre o tema, bem como, artigos de congressos nacionais e internacionais.

Segundo Lakatos e Marconi (1987, p. 66) a pesquisa bibliográfica trata-se do levantamento, seleção e documentação de toda bibliografia já publicada sobre o assunto que está sendo pesquisado, em livros, revistas, jornais, boletins, monografias, teses, dissertações, material cartográfico, com o objetivo de colocar o pesquisador em contato direto com todo material já escrito sobre o mesmo.

Segundo Cervo e Bervian (1976, p. 69) qualquer tipo de pesquisa em qualquer área do conhecimento, supõe e exige pesquisa bibliográfica prévia, quer para o levantamento da situação em questão, quer para a fundamentação teórica ou ainda para justificar os limites e contribuições da própria pesquisa.

Assim, afirmam que a pesquisa bibliográfica é um excelente meio de formação e juntamente com a técnica de resumo de assunto ou revisão de literatura, constitui geralmente o primeiro passo de toda pesquisa científica.

### **3.2 COLETA DE DADOS-AMOSTRA**

População (Barbetta, 1994:11-38) é um conjunto de elementos passíveis de serem mensurados, com respeito às variáveis que se pretende levantar. Pode, a mesma, ser formada por pessoas, famílias, estabelecimentos industriais, ou qualquer outro tipo de elementos, dependendo basicamente dos objetivos da pesquisa.

A amostra - tomando-se por base Barbetta (1994:38) – refere-se a um extrato da população, sobre o qual se aplica as estatísticas; inferindo, a posteriori, o resultado ali alcançado, para toda a população. O que se aplica a esta pesquisa. Esta conclusão advém do exemplo simplista apresentado por Barbetta (1994:38), que mostra, claramente, os limites e a diferença entre população e amostra, descrevendo:

*"(...) A amostragem é naturalmente usada em nossa vida diária. Por exemplo, para verificar o tempero de um alimento em preparação, podemos provar (observar) uma pequena porção deste alimento. Estamos fazendo uma amostragem, ou seja, extraíndo do todo (população) uma parte (amostra), com o propósito de avaliarmos (inferirmos) sobre a qualidade de tempero de todo o alimento".*

### 3.2.1 Seleção de Amostra

Como a pesquisa foi desenvolvida, abrangendo uma amostra aleatória, segundo Barbetta (1994:235- 236), faremos uso de testes estatísticos, como por exemplo, o teste de Qui-Quadrado ( $\chi^2$ ) - que permite verificar se existe associação entre duas variáveis, a partir de um conjunto de observações medidas em uma amostragem, foi mais interessante estudar o nível de associação descrito na amostra observada.

Assim, considerando a contribuição dada por Barbetta (1994), para se tratar estatisticamente os dados coletados nesta pesquisa, fez-se uso de alguns coeficientes, que têm por objetivo “medir a força da associação” entre duas variáveis categorizadas. A análise destes coeficientes, contribui, aliada à análise descritiva das tabelas, para a análise conclusiva aplicada à pesquisa.

Os coeficientes anteriormente mencionados, aplicados no tratamento dos dados desta pesquisa, mais especificamente, medindo o nível de associação entre as variáveis estudadas, foram:

- Coeficiente de Contingência

Segundo Barbetta (1994:237), este coeficiente é muito usado para medir o grau de associação existente numa tabela de contingência, entre duas variáveis, o qual, é definido a partir da estatística  $\chi^2$  e do tamanho da amostra,  $n$ . Este coeficiente foi utilizado nas análises das tabelas categorizadas com variáveis nominais. Tal coeficiente é determinado pela seguinte fórmula:

$$C = \sqrt{\frac{\chi^2}{n + \chi^2}}$$

Tomando-se por base as recomendações fornecidas por Barbetta (1994), para facilitar a interpretação, ou até mesmo corroborar as análises, utilizou-se, então, uma outra “versão” do coeficiente de contingência, a qual, Barbetta (1994) chama de coeficiente de contingência modificado, representado pela fórmula:

$$C^* = \sqrt{\frac{k \cdot \chi^2}{(k - 1) \cdot (n + \chi^2)}}$$

Explicando a fórmula, o autor mostra que,  $k$ , é o menor valor entre  $l$  (número de linhas) e  $c$  (número de colunas da tabela). Por exemplo, numa tabela de dimensão  $2 \times 2$ , tem-se o  $k = 2$ . Numa tabela  $3 \times 5$ , então, o  $k = 3$ .

Segundo Barbetta (1994), o valor de  $C^*$  sempre estará no intervalo de 0 (zero) a 1 (um). Será 0, somente quando houver completa independência (não há associação). Será 1, quando houver associação perfeita. Valores de  $C^*$  próximos de 1, descrevem uma associação forte, enquanto que valores de  $C^*$ , próximos de 0, indicam associação fraca. Os valores de  $C^*$  em torno de 0.5, podem ser interpretados como associação moderada.

Barbetta (1994:239) alerta para o fato de que, ao se estudar a associação entre duas variáveis ordinais, pode-se não só se ter o interesse na verificação da existência da associação, mas também no seu sentido (positiva ou negativa).

O autor diz ainda que existe *associação (correlação) positiva*, quando, na medida em que o nível de uma variável aumente, a outra variável, também tende a aumentar; *associação (correlação) negativa* ocorre quando, ao aumentar o nível de uma variável, a outra tende a diminuir. Neste contexto, o autor prefere usar o termo *correlação* no lugar de *associação*.

Assim, o outro coeficiente de associação utilizado, neste contexto (variáveis ordinais), chamado por Barbetta (1994:239) de coeficiente de correlação, foi aquele, que segundo o autor, baseia-se nos conceitos de *concordância e discordância*

Segundo o autor, se um conjunto de dados possui, relativamente, muitos pares concordantes, pode ser interpretado como tendo correlação positiva. Por outro lado, um conjunto de dados que tem, relativamente, muitos pares discordantes, pode ser interpretado como tendo correlação negativa.

- Coeficiente g de Goodman e Kruskal

O coeficiente g considera a diferença entre o número de concordâncias e o número de discordâncias ( $N_c - N_d$ ), dividida pelo número total de pares concordantes ou discordantes. Tal coeficiente é demonstrado pela seguinte fórmula:

$$g = \frac{N_c - N_d}{N_c + N_d}$$

Ainda, segundo o autor, o valor de g estará sempre entre  $-1$  e  $+1$ . Será  $+1$ , quando somente houver concordâncias, será  $-1$ , quando somente houver discordâncias. Quando g estiver um torno de 0 (zero), indica que o número de concordâncias e discordâncias são aproximadamente iguais (ausência de correlação). Quanto mais próximo de  $+1$  estiver g, mais o número de concordâncias estará superando o número de discordâncias (correlação positiva forte). Simetricamente, quanto mais próximo de  $-1$  estiver g, mais o número de discordâncias está superando o número de concordâncias (correlação negativa forte).

Os cálculos das medidas de associação, entre 2 (duas) variáveis, foram feitos com o auxílio do *STATISTICA*, com exceção do coeficiente de contingência

modificado (C\*).

No que se refere a análise das hipóteses da pesquisa que são a base para a resposta ao problema, bem como corroborando com os objetivos

Foram escolhidas de forma aleatório 14 (catorze) empresas participantes do mercado de ações (BOVESPA), sendo 07 (sete) empresas participantes da Governança Corporativa e 07 (sete) empresas de mesmo porte econômico que não são participantes da Governança Corporativa, que nesta pesquisa chamaremos de empresas espelho.

<b>EMPRESAS PARTICIPANTE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	<b>EMPRESAS ESPELHO NÃO PARTICIPANTE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>
All America Latina	<b>Br Ferrovias</b>
Cemig	<b>Copel</b>
Duratex	Eucatex
Gerdau	Usiminas
Lojas Hering	Lojas Renner
Cia Hering	Marisol
Sabesp	Sanepar

**Tabela 2 – Empresas Seleccionadas Para o Estudo de Caso**  
**FONTE: ECONOMÁTICA**

### **3.3 TRATAMENTO DOS DADOS**

#### **3.3.1 Análise do Desempenho das Empresas:**

Analisar o desempenho de empresas selecionadas que adotam boas práticas de governança corporativa e compará-las com empresas do mesmo mercado que ainda não adotam práticas de governança.

### **3.3.2 Ferramenta de Análise :**

Será utilizado o banco de dados do Sistema de Informações Económica acessando os dados dos últimos 05 (cinco) anos, trabalharemos com dados secundários.

### **3.3.3 Conclusões e Sugestões:**

Ao final deve-se apresentar os resultados obtidos e sugestões sobre a continuidade dos estudos e sobre o próprio aperfeiçoamento e aprofundamento no modelo proposto.

## CAPÍTULO IV DESENVOLVIMENTO

Este capítulo constitui-se em um processo de meditação sobre os Demonstrativos Contábeis, objetivando uma avaliação da situação da empresa em seus aspectos operacionais, econômicos, patrimoniais e financeiros analisando e comparando os indicadores econômicos e financeiros das empresas selecionadas no estudo de caso, com base na coleta de dados secundários, disponíveis na base de dados da **Economática** – dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos, a avaliação sobre a empresa tem a finalidade analisar o resultado do desempenho da empresa, detectar os pontos fortes e fracos do processo operacional e financeiros da companhia.

Nesse processo, utilizaremos uma série de cálculos matemáticos, traduzindo os Demonstrativos Contábeis em indicadores. Tais indicadores buscam evidenciar as características dos principais inter-relacionamentos existentes entre o Balanço Patrimonial, que apresenta uma visão estática e momentânea da empresa, e a dinâmica representada pela Demonstração de Resultados.

A análise das Demonstrações Contábeis dever ser um instrumento que possibilite o gerenciamento da informação, e o auxílio na tomada de decisão. Assim, um dos fundamentos de análise é a criação de indicadores que permitam sempre uma análise comparativa. A comparabilidade dos dados de análise das Demonstrações Contábeis pode ser feita em vários aspectos, que segundo PADOVEZE, 2003, são:

- Comparação com períodos passados;
- Comparação com períodos orçados;
- Comparação com padrões internacionais;
- Comparação com padrões internos da empresa;

- Comparação com empresas concorrentes etc.

Três grandes pontos de interesse, na análise são fundamentais, porém não exclusivos, assevera, **LOPES DA SÁ, 2004:**

<b>1 - FINANCEIRO</b>
<b>2 - RESULTADOS</b>
<b>3 - ESTRUTURAL</b>

#### 4.1 IDENTIFICAÇÃO DAS EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO

##### Identificação das Empresas Participantes da Governança Corporativa

Nome Atual	Nome Anterior	País Sede	Identificador	Web Site	Classificação Setorial
ALL América Latina	Uma Participações	Brasil	1745	<a href="http://www.all-logistica.com">www.all-logistica.com</a>	Transporte E Armazenagem Transporte Ferroviário
Cemig	Centrais elétricas de Minas Gerais	Brasil	245	<a href="http://www.cemig.com.br">www.cemig.com.br</a>	Empresa de eletricidade, gas e agua Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Duratex	-	Brasil	527	<a href="http://www.duratex.com.br">www.duratex.com.br</a>	Indústria Manufatureira, Indústria de Artefatos de Madeira, Outras Indústria de Artigos de Madeira
Gerdau	-	Brasil	398	<a href="http://www.gerdau.com.br">www.gerdau.com.br</a>	Indústria manufatureira Siderurgia e indústria básica de outros metais Transformação de aço em produtos de aço
Lojas Hering	-	Brasil	811	<a href="http://www.lojasheringsa.com.br">www.lojasheringsa.com.br</a>	Comércio varejista Loja de roupas e acessórios de vestir Loja de roupas
Cia Hering	Hering Têxtil S.A.	Brasil	1476	<a href="http://www.hering.com.br">www.hering.com.br</a>	Indústria manufatureira Indústria de roupas Indústria de roupas de malha
Sabesp	-	Brasil	1444	<a href="http://www.sabesp.com.br">www.sabesp.com.br</a>	Empresa de eletricidade, gas e água, esgoto e outros sistemas

**Quadro 4 - Empresas Participantes da Governança Corporativa**

**Fonte: Fonte: Econômica - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos**  
**Adaptação: Autor**

## Identificação das Empresas Não Participantes da Governança Corporativa (Espelho)

Nome Atual	Nome Anterior	País Sede	Identificador	Web Site	Classificação Setorial
Br Ferrovias	Ferropasa Ferronorte S.A.	Brasil	1735	www.brazilferrovias.com.br	Transporte E Armazenagem Transporte Ferroviário
Copel	Companhia Paranaense de Energia Elétrica	Brasil	1431	www.copel.br	Empresa de eletricidade, gás e água Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica
Eucatex		Brasil		www.euratex.com.br	Indústria Manufatureira, Indústria de Artefatos de Madeira, Outras Indústria de Artigos de Madeira
Usiminas	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa	Brasil	1432	www.usiminas.com.br	Indústria manufatureira Siderurgia e indústria básica de outros metais Transformação de aço em produtos de aço
Lojas Renner		Brasil	813	www.lojasrenner.com.br	Comércio varejista Loja de roupas e acessórios de vestir Loja de roupas
Marisol	Marisol S.A. Indústria do Vestuário	Brasil	848	www.marisol.com.br	Indústria manufatureira Indústria de roupas Indústria de roupas de malha
Sanepar	Cia de Água e Esgoto do Paraná - Agepar	Brasil	1862	www.sanepar.com.br	Empresa de eletricidade, gás e água, esgoto e outros sistemas

**Quadro 5 - Empresas Não Participantes da Governança Corporativa**

Fonte: Fonte: Econômica - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos  
Adaptação: Autor

## 4.2 ATIVO TOTAL EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO

### Ativo Total Empresas Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresas</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	14.462.000.000,00	14.246.740.000,00	18.663.820.000,00	21.879.190.000,00	26.929.540.000,00
Duratex *	1.686.979.000,00	1.668.115.000,00	1.811.906.000,00	1.947.056.000,00	2.375.238.000,00
All Logística *	1.162.071.000,00	1.467.297.000,00	2.149.327.000,00	2.655.308.000,00	8.886.217.000,00
Cia Hering *	729.204.000,00	668.805.000,00	687.276.000,00	491.803.000,00	485.172.000,00
Lojas Hering **	13.094.000,00	12.604.000,00	12.341.000,00	12.080.000,00	8.291.000,00
Cemig *	13.813.880.000,00	15.024.890.000,00	16.782.270.000,00	19.839.590.000,00	23.208.720.000,00
Sabesp **	16.331.940.000,00	16.530.670.000,00	16.783.810.000,00	17.435.170.000,00	17.999.950.000,00

**Quadro 6 - Ativo Total Empresas Participantes da Governança Corporativa**

Fonte: Econômica - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

## Ativo Total Empresas Não Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresas</u>					
	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	15.522.823,00	15.572.812,00	16.981.474,00	18.195.258,00	18.975.489,00
Eucatex*	791.711,00	833.535,00	884.221,00	804.871,00	992.764,00
BR Rodovias*	1.792.767,00	1.823.374,00	1.815.374,00	2.216.952,00	2.498.518,00
Marisol*	259.088,00	267.943,00	303.598,00	317.356,00	364.824,00
Lojas Renner*	-	-	-	1.057.284,00	1.200.396,00
Copel*	8.547.177,00	9.185.342,00	9.879.281,00	10.939.006,00	11.934.623,00
Sanepar**	3.044.138,00	3.325.080,00	3.461.678,00	3.868.651,00	4.156.882,00

**Quadro 7 - Ativo Total Empresas Não Participantes da Governança Corporativa**  
**Fonte: Economática - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos**

\* Dados consolidados

\*\* Dados não consolidados

### 4.3 VALOR DE MERCADO (AÇÕES NO MERCADO)

#### VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS SELECIONADAS

EMPRESA	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	2.849.538.000,00	7.486.295.000,00	12.248.100.000,00	13.119.030.000,00	20.636.560.000,00
Duratex *	-	-	-	1.291.107.000,00	2.917.063.000,00
All Logística *	-	-	2.986.657.000,00	4.209.891.000,00	20.103.030.000,00
Cia Hering *	99.282.000,00	125.757.200,00	52.950.400,00	82.735.000,00	162.160.600,00
Lojas Hering **	1.965.000,00	6.551.310,00	-	-	2.161.500,00
Cemig *	3.808.990.000,00	6.013.342.000,00	9.219.377.000,00	12.966.770.000,00	14.782.120.000,00
Sabesp **	2.620.121.000,00	4.647.867.000,00	4.484.109.000,00	4.471.294.000,00	8.344.516.000,00

**Quadro 8 - VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS SELECIONADAS**

Fonte: Economática - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

## VALOR DE MERCADO (AÇÕES NO MERCADO) PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA

EMPRESAS	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	1.365.856.000,00	5.374.751.000,00	10.966.680.000,00	11.006.210.000,00	20.774.280.000,00
Eucatex*	-	-	-	-	-
BR Rodovias*	-	-	-	-	-
Marisol*	-	-	-	190.831.800,00	-
Lojas Renner*	-	-	-	1.821.687.000,00	3.732.567.000,00
Copel*	2.189.243.000,00	2.380.802.000,00	2.681.823.000,00	4.091.148.000,00	5.883.591.000,00
Sanepar**	-	-	-	-	-

**Quadro 9 – Valor de Mercado das Empresas Seleccionadas**

Fonte: Economática - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

Notas:

\* Dados consolidados

\*\* Dados não consolidados

A Duratex não divulgou valor de mercado nos anos 2002, 2003 e 2004 na economática

A Lojas Hering não divulgou valor de mercado em 2004 e 2005 na economática

A ALL Logística não divulgou valor de mercado em 2002 e 2003 na economática

A Eucatex não divulgou valor de mercado e preço/lucro das ações

A BR Rodovias não divulgou valor de mercado e preço/lucro das ações

A Marisol não divulgou valor de mercado e preço/lucro em 2002, 2003, 2004 e 2006

A Lojas Renner não divulgou valor de mercado e preço/lucro em 2002, 2003 e 2004

A Sanepar não divulgou valor de mercado e preço/lucro de 2002 a 2006

## 4.4 PREÇO/LUCRO (AÇÕES NO MERCADO)

### Preço/Lucro (ações no mercado) Participantes da Governança Corporativa

EMPRESAS	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	3,60	6,60	4,30	4,70	7,20
Duratex *	-	-	-	9,4	12,9
All Logística *	-	-	19,8	24,6	264,3
Cia Hering *	-0,80	10,80	-3,00	2,70	9,40
Lojas Hering **	-1,4	-11,8	-	-	-4,2
Cemig *	-3,80	5,00	6,70	6,50	8,60
Sabesp **	-4,00	5,60	8,70	5,20	10,70

**Quadro 10 - Preço/Lucro (ações no mercado) Participantes da Governança Corporativa**

Fonte: Economática - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

### Preço/Lucro (ações no mercado) Não Participantes da Governança Corporativa

EMPRESAS	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	-4,3	4,1	3,6	2,8	8,3
Eucatex*	-	-	-	-	-
BR Rodovias*	-	-	-	-	-
Marisol*	-	-	-	19,20	-
Lojas Renner*	-	-	-	22,70	37,80
Copel*	-6,80	13,90	7,20	8,10	4,70
Sanepar**	-	-	-	-	-

**Quadro 11** - Preço/Lucro (ações no mercado) Não Participantes da Governança Corporativa  
 Fonte: Economatica - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

## 4.5 LUCRO LÍQUIDO DAS EMPRESAS SELECIONADAS PARA O ESTUDO DE CASO

### Lucro Líquido Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	798.688.000,00	1.137.216.000,00	2.831.339.000,00	2.781.340.000,00	2.880.922.000,00
Duratex *	71.658.000,00	64.017.000,00	125.293.000,00	137.085.000,00	225.988.000,00
All Logística *	5.343.000,00	10.154.000,00	150.605.000,00	171.198.000,00	76.060.000,00
Cia Hering *	-126.786.000,00	11.602.000,00	-17.741.000,00	30.971.000,00	17.193.000,00
Lojas Hering **	-1.418.000,00	-555.000,00	-891.000,00	-520.000,00	-3.559.000,00
Cemig *	-1.001.833.000,00	1.197.642.000,00	1.384.801.000,00	2.003.399.000,00	1.718.841.000,00
Sabesp **	-650.516.000,00	833.320.000,00	513.028.000,00	865.647.000,00	778.905.000,00

**Quadro 12** - Lucro Líquido Participantes da Governança Corporativa

## Lucro Líquido Não Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	-324.750,00	1.306.172,00	3.018.866,00	3.918.429,00	2.515.461,00
Eucatex*	-33.366,00	-49.014,00	-40.086,00	-99.565,00	28.005,00
BR Rodovias*	-348.509,00	-262.165,00	-373.728,00	-646.437,00	-1.063.254,00
Marisol*	-2.399,00	21.672,00	37.663,00	28.051,00	28.073,00
Lojas Renner*	-	-	-	80.291,00	98.822,00
Copel*	-320.019,00	171.137,00	374.148,00	502.377,00	1.242.680,00
Sanepar**	144.527,00	260.036,00	210.335,00	193.048,00	177.080,00

**Quadro 13** - Lucro Líquido Não Participantes da Governança Corporativa

## 4.6 DUPONT ( RETORNO SOBRE O ATIVO (RSA)

### Dupont - Participantes Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	5,52	7,98	15,17	12,71	10,70
Duratex *	4,25	3,84	6,91	7,04	9,51
All Logística *	0,46	0,69	7,01	6,45	0,86
Cia Hering *	-17,39	1,73	-2,58	6,30	3,54
Lojas Hering **	-10,83	-4,40	-7,22	-4,30	-42,93
Cemig *	-7,25	7,97	8,25	10,10	7,41
Sabesp **	-3,98	5,04	3,06	4,96	4,33

**Quadro 14** - Dupont - Participantes Governança Corporativa

### Dupont - Não Participantes Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	-2,09	8,39	17,78	21,54	13,26
Eucatex*	-4,21	-5,88	-4,53	-12,37	2,82
BR Rodovias*	-19,44	-14,38	-20,59	-29,16	-42,56
Marisol*	-0,93	8,09	12,41	8,84	7,69
Lojas Renner*				7,59	8,23
Copel*	-3,74	1,86	3,79	4,59	10,41
Sanepar**	4,75	7,82	6,08	4,99	4,26

**Quadro 15** - Dupont - Não Participantes Governança Corporativa

## 4.7 EVA – VALOR ECONÔMICO AGREGADO

### Demonstrativo da EVA - Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	-24.618.500,00	456.030.660,00	1.753.229.560,00	1.333.746.520,00	1.560.607.465,00
Duratex *	-154.607.250,00	-90.520.515,00	-50.509.390,00	-52.071.960,00	41.045.957,50
All Logística *	-60.728.750,00	-44.500.930,00	19.460.190,00	2.937.960,00	-247.414.900,00
Cia Hering *	-128.586.750,00	8.499.175,00	-17.929.860,00	25.204.700,00	10.081.195,00
Lojas Hering **	-721.500,00	-3.735,00	281.387,50	762.500,00	-2.143.370,00
Cemig *	-2.422.053.750,00	115.478.115,00	97.680.162,50	710.125.100,00	722.115.977,50
Sabesp **	-2.462.135.000,00	-416.875.595,00	-898.378.870,00	-661.211.640,00	-416.043.865,00

**Quadro 16 - Demonstrativo da EVA - Participantes da Governança Corporativa**

### Demonstrativo da EVA - Não Participantes da Governança Corporativa

<u>Empresa</u>	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	-1.083.105,00	646.267,54	1.962.832,59	2.342.966,40	1.135.071,89
Eucatex*	-100.751,25	-84.186,06	-70.679,55	-112.669,18	-25.855,06
BR Rodovias*	-327.930,50	-205.325,97	-246.246,26	-542.608,86	-914.161,16
Marisol*	-36.688,00	-3.482,58	6.531,28	-6.194,90	-225,42
Lojas Renner*				-12.873,22	26.746,51
Copel*	-1.501.537,50	-630.470,95	-537.548,27	-485.315,94	397.824,23
Sanepar**	-131.629,75	-15.397,35	-122.183,74	-190.806,32	-132.380,51

**Quadro 17 - Demonstrativo da EVA - Não Participantes da Governança Corporativa**

## 4.8 EBITDA

### EBIDTA - EMPRESAS PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

<b>Empresa</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Gerdau *	2.148.164.000,00	2.698.026.000,00	5.740.554.000,00	5.041.212.000,00	5.329.040.000,00
Duratex *	210.429.000,00	224.662.000,00	311.360.000,00	362.598.000,00	458.070.000,00
All Logística *	181.196.000,00	222.856.000,00	364.596.000,00	394.629.000,00	587.859.000,00
Cia Hering *	68.224.000,00	43.851.000,00	35.204.000,00	23.342.000,00	52.839.000,00
Lojas Hering **	351.000,00	320.000,00	495.000,00	621.000,00	397.000,00
Cemig *	1.075.976.000,00	1.796.659.000,00	2.265.823.000,00	2.488.439.000,00	3.011.953.000,00
Sabesp **	1.860.083.000,00	2.076.465.000,00	1.926.526.000,00	2.285.554.000,00	2.446.148.000,00

**Quadro 18 - EBITDA - EMPRESAS PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

### EBIDTA - EMPRESAS NÃO PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Usiminas*	2.405.934.000,00	3.066.861.000,00	5.502.096.000,00	5.439.714.000,00	4.247.811.000,00
Eucatex*	74.811.000,00	38.779.000,00	73.085.000,00	56.135.000,00	64.972.000,00
BR Rodovias*	-94.030.000,00	104.248.000,00	71.591.000,00	131.447.000,00	-533.245.000,00
Marisol*	29.766.000,00	27.793.000,00	55.413.000,00	43.328.000,00	34.941.000,00
Lojas Renner*	-	-	-	123.442.000,00	184.426.000,00
Copel*	392.422.000,00	387.866.000,00	910.213.000,00	1.148.506.000,00	1.975.788.000,00
Sanepar**	470.182.000,00	460.869.000,00	459.372.000,00	482.493.000,00	453.341.000,00

**Quadro 19 - EBITDA - EMPRESAS NÃO PARTICIPANTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

## 4.9 LIQUIDEZ GERAL, CORRENTE E SECA

### Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Participantes da Governança Corporativa

Empresa	Liquidez Geral (AC+RLP)/(PC+ELP)					Liquidez Corrente (AC/PC)					Liquidez Seca(AC- estoques)/PC				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Gerdau *	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	3,00	3,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00
Duratex *	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00
All Logística *	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	2,00	2,00	2,00	0,00	1,00	2,00	2,00	2,00
Cia Hering *	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Lojas Hering **															
Cemig *	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00
Sabesp **	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

**Quadro 20** - Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Participantes da Governança Corporativa

### Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Não

### Participantes da Governança Corporativa

Empresa	Liquidez Geral ((AC+RLP)/(PC+ELP))					Liquidez Corrente (AC/PC)					Liquidez Seca (AC- estoques)/PC				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Usiminas*	0,50	0,50	0,70	0,90	1,00	0,70	1,00	1,60	1,70	2,40	0,50	0,70	1,10	1,00	1,60
Eucatex*	0,60	0,60	0,60	0,40	0,50	0,60	0,60	0,60	0,50	1,70	0,30	0,40	0,40	0,30	1,20
BR Rodovias*	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20	0,20	0,10	0,10	0,30	0,20	0,20	0,10	0,10	0,30	0,20
Marisol*	1,80	1,50	1,60	1,60	1,60	3,60	2,80	2,80	3,20	2,70	2,70	2,10	2,10	2,20	2,00
Lojas Renner*	-	-	-	1,60	1,40	-	-	-	1,60	1,40	-	-	-	1,40	1,20
Copel*	0,70	0,80	0,90	0,90	0,90	1,30	1,10	0,70	1,10	1,20	1,30	1,10	0,70	1,00	1,10
Sanepar**	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,70	1,00	0,90	1,10	0,80	0,70	1,00	0,80	1,00	0,80

**Quadro 21** - Demonstrativo da Liquidez Geral, Corrente e Seca das Empresas Não Participantes da Governança Corporativa

Fonte: Economática - dados financeiros, dados de mercado e dados econômicos

\* Dados consolidados

\*\* Dados não consolidados

A lojas Renner não divulgou os dados de 2002, 2003 e 2004

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA ALL

<b>ESTRUTURA DE CAPITAL</b>	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>
Divida Total Liquida \$	592.882.000,00	544.015.000,00	171.349.000,00	96.853.000,00	2.615.615.000,00
Divida Total Bruta \$	645.785.000,00	797.655.000,00	936.306.000,00	1.103.135.000,00	4.354.655.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	56,00	54,00	44,00	42,00	49,00
Divida Bruta / Pat Liq %	244,00	241,00	127,00	118,00	178,00
Divida Liq / Pat Liq %	224,00	164,00	23,00	10,00	107,00
EBIT / Divida Bruta %	19,00	22,00	26,00	29,00	11,00
EBIT / Divida Liquida %	21,00	33,00	140,00	334,00	19,00
EBIT / Desp Fin Brut (x)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,00	1,00	2,00	3,00	1,00
Divida Bruta / Ebitda(x)	4,00	4,00	3,00	3,00	7,00
Divida CP / Divida Tt %	44,00	30,00	14,00	17,00	10,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%	32,00	36,00	28,00	32,00	59,00
Exigível Tt / Ativo Tt %	77,00	77,00	66,00	65,00	73,00
Exigível Tt / Pat Liq %	340,00	343,00	191,00	184,00	264,00
Exigível Tt / Receita %	143,00	150,00	149,00	158,00	373,00
Ativo Fixo / Pat Liq %	137,00	167,00	91,00	91,00	116,00
Investimentos / Pat Lq %	29,00	82,00	34,00	25,00	104,00
<b>LIQUIDEZ</b>					
Capital de Giro \$	-278.507.000,00	-77.099.000,00	460.694.000,00	580.163.000,00	930.061.000,00
Capital Employed \$	968.465.000,00	1.203.686.000,00	1.771.956.000,00	2.141.533.000,00	8.101.992.000,00
<b>CICLO</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	13,00	16,00	14,00	15,00	23,00
Prazo Med Forneced(dias)	46,00	77,00	108,00	155,00	108,00
Prazo Med Recebim (dias)	42,00	31,00	30,00	29,00	28,00
Ciclo Financeiro (dias)	8,00	-30,00	-64,00	-111,00	-57,00
Ciclo Operacional (dias)	54,00	47,00	44,00	44,00	51,00
<b>RENTABILIDADE</b>					
EBITDA \$	181.196.000,00	222.856.000,00	364.596.000,00	394.629.000,00	587.859.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	135.215.000,00	188.182.000,00	290.444.000,00	337.625.000,00	444.174.000,00
Pay Out %	0,00	0,00	24,00	24,00	23,00
Giro do Ativo (x)	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Giro do Pat Liq (x)	2,00	2,00	1,00	1,00	1,00
Margem Bruta %	30,00	33,00	35,00	38,00	36,00
Margem EBIT %	20,00	23,00	25,00	30,00	29,00
Margem Operacional %	2,00	0,00	15,00	19,00	6,00
Margem Liquida %	1,00	1,00	16,00	16,00	4,00
Margem Ebitda %	29,00	29,00	38,00	36,00	34,00
Rentab do Ativo %	0,00	1,00	7,00	6,00	1,00
Rent Patr (pat final) %	2,00	3,00	20,00	18,00	3,00
Rent Patr (pat medio) %	2,00	3,00	28,00	20,00	5,00
Rent Patr (pat inicial)%	2,00	4,00	45,00	23,00	8,00
Alavancagem Financ (x)	0,00	0,00	1,00	2,00	1,00
Alavancagem Operac (x)	2,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Depreciacao / Imobiliz %	14,00	10,00	12,00	9,00	16,00
Capex / Deprec %	166,00	235,00	266,00	396,00	267,00

**Quadro 22 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA ALL**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA COPEL

<b>ESTRUTURA DE CAPITAL</b>	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>
Divida Total Liquida \$	2.014.374.000,00	1.610.730.000,00	1.312.055.000,00	912.339.000,00	1.092.923.000,00
Divida Total Bruta \$	2.214.293.000,00	1.959.611.000,00	1.831.291.000,00	2.044.105.000,00	2.596.927.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	25,90	21,30	18,50	18,70	21,80
Divida Bruta / Pat Liq %	46,90	40,30	35,70	37,30	40,70
Divida Liq / Pat Liq %	42,60	33,20	25,50	16,60	17,10
EBIT / Divida Bruta %	14,20	4,90	32,80	40,10	77,80
EBIT / Divida Liquida %	15,70	5,90	45,80	89,80	184,80
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,40	0,50	1,40	1,70	4,10
EBIT / Desp Fin Liq (x)	0,80	-0,70	214,30	10,40	-8,40
Divida Bruta / Ebitda(x)	5,60	5,10	2,00	1,80	1,30
Divida CP / Divida Tt %	8,90	13,60	36,60	10,50	35,80
Kd nom (Custo Cap Terc)%	53,20	7,90	21,40	25,90	23,90
Exigível Tt / Ativo Tt %	44,70	47,10	48,00	49,80	46,60
Exigível Tt / Pat Liq %	80,90	89,10	92,30	99,40	87,20
Ativo Fixo / Pat Liq %	112,90	108,60	105,10	109,20	105,30
Investimentos / Pat Lq %	10,50	9,40	8,90	7,60	4,80
<b>LIQUIDEZ</b>					
Capital de Giro \$	236.510.000,00	121.998.000,00	-614.860.000,00	140.879.000,00	432.263.000,00
Capital Employed \$	7.950.567.000,00	8.182.557.000,00	8.302.360.000,00	8.824.598.000,00	10.281.760.000,00
<b>RENTABILIDADE</b>					
EBITDA \$	392.422.000,00	387.866.000,00	910.213.000,00	1.148.506.000,00	1.975.788.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	58.099.000,00	106.724.000,00	596.630.000,00	795.486.000,00	1.574.229.000,00
Pay Out %	0,00	24,90	27,10	24,50	22,60
Giro do Ativo (x)	0,30	0,30	0,40	0,40	0,50
Giro do Pat Liq (x)	0,60	0,60	0,80	0,90	0,80
Margem Bruta %	11,80	3,20	15,30	16,90	45,00
Margem EBIT %	11,80	3,20	15,30	16,90	37,50
Margem Operacional %	-12,70	9,20	15,30	15,00	34,10
Margem Liquida %	-12,00	5,70	9,50	10,40	23,10
Margem Ebitda %	14,70	13,00	23,20	23,70	36,70
Rentab do Ativo %	-3,70	1,90	3,80	4,60	10,40

Rent Patr (pat final) %	-6,80	3,50	7,30	9,20	19,50
Rent Patr (pat medio) %	-6,60	3,60	7,50	9,50	20,90
Rent Patr (pat inicial)%	-6,30	3,60	7,70	9,80	22,60
Rentab Invest Subsid %	-158,20	105,20	2,30	-59,00	-8,10
Alavancagem Financ (x)	-5,80	13,30	1,90	1,70	2,30
Depreciacao / Imobiliz %	4,80	5,50	5,90	6,10	6,20
Capex / Deprec %	-	101,70	0,00	0,00	0,00

**Quadro 23 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA COPEL**

**DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA CEMIG**

<b>ESTRUTURA DE CAPITAL</b>	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>
Divida Total Liquida \$	3.261.769.000,00	3.418.268.000,00	3.321.586.000,00	3.591.398.000,00	6.273.436.000,00
Divida Total Bruta \$	3.384.744.000,00	3.858.749.000,00	4.217.809.000,00	4.935.533.000,00	7.648.937.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	25,00	26,00	25,00	25,00	33,00
Divida Bruta / Pat Liq %	60,00	59,00	58,00	69,00	102,00
Divida Liq / Pat Liq %	57,00	52,00	46,00	50,00	83,00
EBIT / Divida Bruta %	16,00	32,00	43,00	40,00	33,00
EBIT / Divida Liquida %	16,00	36,00	54,00	55,00	40,00
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,00	2,00	2,00	2,00	2,00
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,00	-2,00	-8,00	-3,00	50,00
Divida Bruta / Ebitda(x)	3,00	2,00	2,00	2,00	3,00
Divida CP / Divida Tt %	25,00	41,00	34,00	20,00	11,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%	53,00	16,00	22,00	25,00	29,00
Exigivel Tt / Ativo Tt %	59,00	56,00	57,00	64,00	68,00
Exigivel Tt / Pat Liq %	143,00	129,00	131,00	176,00	209,00
Ativo Fixo / Pat Liq %	139,00	122,00	114,00	124,00	144,00
Investimentos / Pat Lq %	11,00	12,00	13,00	14,00	13,00
<b><u>LIQUIDEZ</u></b>					
Capital de Giro \$	-1.140.874.000,00	-958.922.000,00	-563.534.000,00	-521.844.000,00	645.870.000,00
Capital Employed \$	11.687.440.000,00	13.095.410.000,00	14.213.490.000,00	15.104.830.000,00	18.293.930.000,00
<b><u>RENTABILIDADE</u></b>					
EBITDA \$	1.075.976.000,00	1.796.659.000,00	2.265.823.000,00	2.488.439.000,00	3.011.953.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	-547.095.000,00	1.165.338.000,00	1.756.516.000,00	1.841.426.000,00	2.302.901.000,00
Pay Out %	-22,00	27,00	50,00	103,00	80,00
Giro do Ativo (x)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Giro do Pat Liq (x)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Margem Bruta %	100,00	100,00	32,00	28,00	28,00
Margem EBIT %	10,00	22,00	25,00	24,00	26,00
Margem Operacional %	-2,00	28,00	20,00	23,00	22,00

Margem Liquida %	-20,00	21,00	19,00	24,00	18,00
Margem Ebitda %	21,00	32,00	32,00	30,00	31,00
Rentab do Ativo %	-7,00	8,00	8,00	10,00	7,00
Rent Patr (pat final) %	-18,00	18,00	19,00	28,00	23,00
Rent Patr (pat medio) %	-16,00	20,00	20,00	28,00	23,00
Rent Patr (pat inicial)%	-15,00	21,00	21,00	28,00	24,00
Rentab Invest Subsid %	-	-	-	-	-
Alavancagem Financ (x)	6,00	3,00	2,00	3,00	3,00
Depreciacao / Imobiliz %	7,00	7,00	7,00	7,00	8,00
Capex / Deprec %	158,00	141,00	179,00	229,00	219,00

**Quadro 24 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA CEMIG**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA EUCATEX

ANO	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006
<b><u>ESTRUTURA DE CAPITAL</u></b>					
Divida Total Liquida \$	302.065.000,00	252.009.000,00	255.599.000,00	322.380.000,00	99.507.000,00
Divida Total Bruta \$	317.471.000,00	292.658.000,00	318.724.000,00	330.017.000,00	114.848.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	40,10	35,10	36,00	41,00	11,60
Divida Bruta / Pat Liq %	117,80	137,30	184,90	453,30	28,30
Divida Liq / Pat Liq %	112,10	118,20	148,30	442,80	24,50
EBIT / Divida Bruta %	11,10	11,20	16,80	9,90	28,90
EBIT / Divida Liquida %	11,60	13,00	20,90	10,10	33,30
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,20	0,40	0,60	0,50	0,30
EBIT / Desp Fin Liq (x)	0,40	0,50	0,70	1,50	0,40
Divida Bruta / Ebitda(x)	4,20	7,50	4,40	5,90	1,80
Divida CP / Divida Tt %	46,60	96,20	98,20	99,80	28,60
Kd nom (Custo Cap Terc)%	67,00	25,20	31,50	19,90	37,60
Exigivel Tt / Ativo Tt %	66,00	74,40	80,50	91,00	59,10
Exigivel Tt / Pat Liq %	193,70	291,00	413,00	1.005,60	144,20
Exigivel Tt / Receita %	125,90	133,70	132,20	131,30	102,80
Ativo Fixo / Pat Liq %	165,70	202,10	251,70	695,90	174,00
Investimentos / Pat Lq %	5,50	6,90	8,60	1,30	0,20
<b><u>LIQUIDEZ</u></b>					
Capital de Giro \$	-111.067.000,00	-163.536.000,00	-175.132.000,00	-231.243.000,00	97.468.000,00
Capital Employed \$	686.879.000,00	750.055.000,00	768.454.000,00	673.308.000,00	879.637.000,00
<b><u>CICLO</u></b>					
Prazo Med Estoques(dias)	69,80	62,20	68,30	62,90	60,10
Prazo Med Forneced(dias)	81,50	50,30	66,50	74,10	68,90
Prazo Med Recebim (dias)	94,80	81,40	70,00	67,90	71,90
Ciclo Financeiro (dias)	83,10	93,30	71,70	56,60	63,20
Ciclo Operacional (dias)	164,60	143,60	138,20	130,80	132,10

<b>RENTABILIDADE</b>					
EBITDA \$	74.811.000,00	38.779.000,00	73.085.000,00	56.135.000,00	64.972.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	59.730.000,00	21.824.000,00	34.124.000,00	7.520.000,00	106.835.000,00
Giro do Ativo (x)	0,50	0,60	0,60	0,70	0,60
Giro do Pat Liq (x)	1,50	2,20	3,10	7,70	1,40
Margem Bruta %	30,00	30,00	31,90	29,30	28,80
Margem EBIT %	8,50	7,10	9,90	5,90	5,80
Margem Operacional %	-12,00	-14,70	-7,00	-2,50	-12,20
Margem Liquida %	-8,00	-10,60	-7,40	-17,90	4,90
Margem Ebitda %	18,00	8,40	13,60	10,10	11,40
Rentab do Ativo %	-4,20	-5,90	-4,50	-12,40	2,80
Rent Patr (pat final) %	-12,40	-23,00	-23,30	-136,80	6,90
Rent Patr (pat medio) %	-11,60	-20,30	-20,80	-81,20	11,70
Rent Patr (pat inicial)%	-11,00	-18,20	-18,80	-57,80	38,50
Alavancagem Financ (x)	-1,70	-8,80	-6,00	14,00	0,60
Alavancagem Operac (x)	3,50	4,30	3,20	5,00	5,00
Depreciacao / Imobiliz %	6,70	7,70	8,20	10,90	10,70
Capex / Deprec %	61,60	85,50	114,20	219,80	156,90

**Quadro 25 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA EUCATEX**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA DURATEX

<b>ANO</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	174.397.000,00	351.127.000,00	412.602.000,00	357.063.000,00	43.591.000,00
Divida Total Bruta \$	444.581.000,00	452.168.000,00	517.693.000,00	591.036.000,00	618.192.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	26	27	29	30	26
Divida Bruta / Pat Liq %	49	48	52	56	44
Divida Liq / Pat Liq %	19	37	42	34	3
EBIT / Divida Bruta %	38	37	47	48	63
EBIT / Divida Liquida %	96	47	58	80	899
EBIT / Desp Fin Brut (x)	1	1	2	2	4
EBIT / Desp Fin Liq (x)	6	3	4	4	10
Divida Bruta / Ebitda(x)	2	2	2	2	1
Divida CP / Divida Tt %	30	35	34	26	58
Kd nom (Custo Cap Terc)%	44	34	22	26	19
Exigível Tt / Ativo Tt %	46	44	45	46	41
Exigível Tt / Pat Liq %	86	78	83	85	70
Exigível Tt / Receita %	90	74	69	71	66
Ativo Fixo / Pat Liq %	110	116	115	111	85
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	305.340.000,00	231.505.000,00	276.407.000,00	408.040.000,00	537.870.000,00
Capital Employed \$	1.485.911.000,00	1.531.980.000,00	1.641.832.000,00	1.779.787.000,00	2.133.617.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	103	109	97	87	74
Prazo Med Forneced(dias)	57	21	15	16	18
Prazo Med Recebim (dias)	100	97	98	94	94

Ciclo Financeiro (dias)	146	186	179	166	150
Ciclo Operacional (dias)	203	207	195	182	169
EBITDA \$	210.429.000,00	224.662.000,00	311.360.000,00	362.598.000,00	458.070.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	155.766.000,00	165.843.000,00	246.581.000,00	293.954.000,00	386.855.000,00
Pay Out %	34	40	46	34	34
Giro do Ativo (x)	1	1	1	1	1
Giro do Pat Liq (x)	1	1	1	1	1
Margem Bruta %	37	36	39	41	43
Margem EBIT %	19	17	20	22	26
Margem Operacional %	11	8	10	13	18
Margem Liquida %	8	6	11	11	15
Margem Ebitda %	24	23	26	29	31
Rentab do Ativo %	4	4	7	7	10
Rent Patr (pat final) %	8	7	13	13	16
Rent Patr (pat medio) %	8	7	13	13	18
Rent Patr (pat inicial)%	8	7	13	14	22
Alavancagem Financ (x)	1	1	1	1	1
Alavancagem Operac (x)	2	2	2	2	2
Depreciacao / Imobiliz %	7	6	7	7	7
Capex / Deprec %	502	268	162	135	133

**Quadro 26 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA DURATEX**

Fonte: Economática

Adaptação: Autor

**DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA USIMINAS**

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	8.276.287.000,00	6.086.775.000,00	2.964.121.000,00	1.513.148.000,00	338.044.000,00
Divida Total Bruta \$	9.008.042.000,00	6.929.782.000,00	4.866.295.000,00	3.443.802.000,00	3.059.106.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	58,00	44,50	28,70	18,90	16,10
Divida Bruta / Pat Liq %	297,00	173,30	81,80	39,30	29,40
Divida Liq / Pat Liq %	272,80	152,20	49,80	17,30	3,20
EBIT / Divida Bruta %	22,20	39,00	104,50	143,00	121,70
EBIT / Divida Liquida %	24,10	44,40	171,60	325,50	1.101,30
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,60	3,20	5,70	6,30	7,20
EBIT / Desp Fin Liq (x)	0,70	3,20	6,60	7,40	11,20
Divida Bruta / Ebitda(x)	3,70	2,30	0,90	0,60	0,70
Divida CP / Divida Tt %	43,20	37,60	27,90	33,40	24,20
Kd nom (Custo Cap Terc)%	45,00	9,30	13,00	16,00	15,00
Exigivel Tt / Ativo Tt %	80,50	74,30	65,00	51,90	45,10
Exigivel Tt / Pat Liq %	411,70	289,40	185,40	107,90	82,10
Exigivel Tt / Receita %	188,30	133,60	90,20	72,40	68,90
Ativo Fixo / Pat Liq %	306,50	231,90	149,50	98,80	81,30
Investimentos / Pat Lq %	2,00	4,50	5,80	15,20	16,90
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-1.337.730.000,00	42.352.000,00	2.426.402.000,00	2.699.755.000,00	4.406.447.000,00
Capital Employed \$	14.378.530.000,00	13.969.940.000,00	14.422.620.000,00	15.406.100.000,00	16.539.650.000,00
<b>Ciclo</b>					

Prazo Med Estoques(dias)	105,20	93,40	107,10	119,50	112,40
Prazo Med Forneced(dias)	57,80	31,00	18,80	18,70	23,20
Prazo Med Recebim (dias)	74,60	60,00	55,60	48,10	54,30
Ciclo Financeiro (dias)	122,00	122,40	144,00	149,00	143,40
Ciclo Operacional (dias)	179,90	153,40	162,70	167,60	166,60
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	2.405.934.000,00	3.066.861.000,00	5.502.096.000,00	5.439.714.000,00	4.247.811.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	2.041.562.000,00	2.646.014.000,00	5.174.111.000,00	5.641.437.000,00	3.756.182.000,00
Pay Out %	0,00	30,60	35,90	28,50	33,80
Giro do Ativo (x)	0,40	0,60	0,70	0,70	0,70
Giro do Pat Liq (x)	2,20	2,20	2,10	1,50	1,20
Margem Bruta %	35,50	35,80	45,60	41,50	34,40
Margem EBIT %	30,10	31,20	41,60	37,80	30,00
Margem Operacional %	-9,90	21,10	36,90	38,50	27,20
Margem Liquida %	-4,90	15,10	24,70	30,00	20,30
Margem Ebitda %	36,30	35,40	45,00	41,70	34,20
Rentab do Ativo %	-2,10	8,40	17,80	21,50	13,30
Rent Patr (pat final) %	-10,70	32,70	50,70	44,80	24,10
Rent Patr (pat medio) %	-10,20	37,10	60,70	53,30	26,20
Rent Patr (pat inicial)%	-9,70	43,10	75,50	65,90	28,70
Rentab Invest Subsid %	643,90	87,80	110,10	70,60	8,60
Alavancagem Financ (x)	-0,70	2,40	2,30	1,80	1,60
Alavancagem Operac (x)	1,20	1,10	1,10	1,10	1,10
Depreciacao / Imobiliz %	5,20	5,40	5,80	7,60	7,90
Capex / Deprec %	-	89,10	61,30	68,80	-

Fonte: Economática

Adaptação: Autor

**Quadro 27 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA USIMINAS**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA GERDAU

<b>QUADRO 28 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA GERDAU</b>					
<b>ANO</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	5.737.119.000,00	5.245.521.000,00	4.334.876.000,00	2.186.736.000,00	3.099.057.000,00
Divida Total Bruta \$	7.167.775.000,00	6.262.527.000,00	6.376.843.000,00	7.651.430.000,00	9.065.880.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	50,00	44,00	34,00	35,00	34,00
Divida Bruta / Pat Liq %	218,00	152,00	105,00	95,00	91,00
Divida Liq / Pat Liq %	174,00	127,00	71,00	27,00	31,00
EBIT / Divida Bruta %	23,00	33,00	75,00	53,00	48,00
EBIT / Divida Liquida %	28,00	40,00	110,00	186,00	140,00
EBIT / Desp Fin Brut (x)	1,00	1,00	12,00	8,00	8,00
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,00	3,00	27,00	136,00	-13,00
Divida Bruta / Ebitda(x)	3,00	2,00	1,00	2,00	2,00
Divida CP / Divida Tt %	52,00	39,00	31,00	17,00	22,00

Kd nom (Custo Cap Terc)%	33,00	21,00	6,00	8,00	7,00
Exigível Tt / Ativo Tt %	77,00	71,00	67,00	63,00	63,00
Exigível Tt / Pat Liq %	339,00	245,00	207,00	172,00	170,00
Exigível Tt / Receita %	122,00	76,00	64,00	65,00	72,00
Ativo Fixo / Pat Liq %	231,00	179,00	131,00	108,00	112,00
Investimentos / Pat Lq %	28,00	11,00	2,00	1,00	4,00
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	(17.808.000,00)	991.981.000,00	4.308.597.000,00	7.940.070.000,00	8.556.963.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	122	83	114	93	98
Prazo Med Forneced(dias)	51	43	52	39	44
Prazo Med Recebim (dias)	56	43	48	36	39
Ciclo Financeiro (dias)	127	84	110	91	94
Ciclo Operacional (dias)	178	127	162	129	138
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$					
LAIR + Desp Fin Liq \$	2.148.164.000,00	2.698.026.000,00	5.740.554.000,00	5.041.212.000,00	5.329.040.000,00
Pay Out %	1.995.220.000,00	1.786.174.000,00	4.605.843.000,00	4.364.166.000,00	4.005.657.000,00
Giro do Ativo (x)	34	31	33	34	38
Giro do Pat Liq (x)	1	1	1	1	1
Margem Bruta %	3	3	3	3	2
Margem EBIT %	29	25	32	27	28
Margem Operacional %	18	16	24	19	18
Margem Liquida %	10	9	23	19	19
Margem Ebitda %	9	9	14	13	12
Rentab do Ativo %	23	20	29	24	23
Rent Patr (pat final) %	6	8	15	13	11
Rent Patr (pat medio) %	24	28	47	35	29
Rent Patr (pat inicial)%	27	31	56	39	32
Rentab Invest Subsid %	30	35	69	46	36
Alavancagem Financ (x)	-	-	-	-	-9939
Alavancagem Operac (x)	2	2	3	3	3
Depreciacao / Imobiliz %	2	2	1	1	1
Capex / Deprec %	9	8	10	11	12
	128	141	167	199	269

Fonte: Económica

Adpatação: Autor

**Quadro 28 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS ECONÔMICOS DA GERDAU**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS RENNER

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$				-213.348.000,00	-193.838.000,00
Divida Total Bruta \$				63.181.000,00	93.365.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %				6,00	7,80
Divida Bruta / Pat Liq %				12,20	17,20
Divida Liq / Pat Liq %				-41,20	-35,60
EBIT / Divida Bruta %				193,10	162,30
EBIT / Divida Liquida %				-57,20	-78,20
EBIT / Desp Fin Brut (x)				1,20	1,30
EBIT / Desp Fin Liq (x)				-5,90	21,90
Divida Bruta / Ebitda(x)				0,50	0,50
Divida CP / Divida Tt %				100,00	100,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%				-	185,90
Exigível Tt / Ativo Tt %				51,00	54,70
Exigível Tt / Pat Liq %				104,30	120,70
Exigível Tt / Receita %				47,50	45,70
Ativo Fixo / Pat Liq %				38,90	44,30
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-	-	-	307.891.000,00	255.525.000,00
Capital Employed \$	-	-	-	627.629.000,00	666.128.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)				53,70	54,20
Prazo Med Forneced(dias)				127,50	101,60
Prazo Med Recebim (dias)				128,20	109,20
Ciclo Financeiro (dias)				54,40	61,90
Ciclo Operacional (dias)				181,90	163,40
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	-	-	-	123.442.000,00	184.426.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$				88.834.000,00	140.576.000,00
Pay Out %				81,80	75,00
Giro do Ativo (x)				1,10	1,20
Giro do Pat Liq (x)				2,20	2,60
Margem Bruta %				45,60	45,60
Margem EBIT %				10,70	10,50
Margem Operacional %				9,70	9,70
Margem Liquida %				7,10	6,90
Margem Ebitda %				10,90	12,80
Rentab do Ativo %				7,60	8,20
Rent Patr (pat final) %				15,50	18,20
Rent Patr (pat medio) %				-	18,60
Rent Patr (pat inicial)%				-	19,10
Alavancagem Financ (x)				2,70	2,10
Alavancagem Operac (x)				4,20	4,30
Depreciacao / Imobiliz %				-	19,30
Capex / Deprec %				234,30	306,30

Fonte: Econômica

Adaptação: Autor

Dados: Consolidados 2005 e 2006

**Quadro 29 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS RENNEN**

**DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS HERING**

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	-47000	-18000	-39000	-89000	-146000
Divida Total Bruta \$	8000	2000	0	0	0
Divida Liq / Pat Liq %	2	1	1	1	1
EBIT / Divida Bruta %	-2325	-2000	-	-	-
EBIT / Divida Liquida %	396	222	69	-106	85
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0	0	0	0	0
Divida Bruta / Ebitda(x)	0	0	0	0	0
Divida CP / Divida Tt %	100	100	-	-	-
Kd nom (Custo Cap Terc)%	1514	15525	50450	-	-
Exigível Tt / Ativo Tt %	121	127	154	159	229
Exigível Tt / Pat Liq %	-570	-477	-287	-270	-178
Exigível Tt / Receita %	1491	1294	1432	1271	1323
Ativo Fixo / Pat Liq %	-334	-266	-128	-114	-72
Investimentos / Pat Lq %	-2	-2	-1	-1	-1
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-1561000	-1238000	-202000	33000	74000
Capital Employed \$	11.155.000,00	11.067.000,00	11.681.000,00	11.569.000,00	7.817.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	163	182	227	302	271
Prazo Med Forneced(dias)	258	272	304	197	154
Prazo Med Recebim (dias)	9	89	93	92	45
Ciclo Financeiro (dias)	-87	-1	16	197	163
Ciclo Operacional (dias)	172	271	320	395	317
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	351000	320000	495000	621000	397000
LAIR + Desp Fin Liq \$	-206000	673000	-48000	99000	155000

Pay Out %	0	0	0	0	0
Giro do Ativo (x)	0	0	0	0	0
Giro do Pat Liq (x)	0	0	0	0	0
Margem Bruta %	84	86	85	88	86
Margem EBIT %	-17	-3	-2	6	-9
Margem Operacional %	-133	-118	-79	-45	-50
Margem Liquida %	-133	-45	-67	-34	-248
Margem Ebitda %	33	26	37	41	28
Rentab do Ativo %	-11	-4	-7	-4	-43
Alavancagem Financ (x)	-32	3	16	3	-1
Alavancagem Operac (x)	-5	-27	-42	14	-10
Depreciacao / Imobiliz %	6	6	6	6	6
Capex / Deprec %	18	26	23	35	29

Fonte: Economática

Adpatação: Autor

Dados Não Consolidados

### Quadro 30 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS LOJAS HERING

### DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA MARISOL

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	42.958.000,00	28.847.000,00	16.793.000,00	30.902.000,00	41.646.000,00
Divida Total Bruta \$	60.502.000,00	52.687.000,00	53.347.000,00	54.452.000,00	70.853.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	23,40	19,70	17,60	17,20	19,40
Divida Bruta / Pat Liq %	44,10	34,60	30,40	28,60	33,20
Divida Liq / Pat Liq %	31,30	18,90	9,60	16,20	19,50
EBIT / Divida Bruta %	15,20	22,00	78,70	51,60	22,30
EBIT / Divida Liquida %	21,40	40,10	250,00	91,00	37,90
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,50	0,40	2,50	2,20	1,30
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,00	0,90	3,90	5,90	5,70
Divida Bruta / Ebitda(x)	2,00	1,90	1,00	1,30	2,00
Divida CP / Divida Tt %	21,10	21,50	26,30	19,20	23,60
Kd nom (Custo Cap Terc)%	37,20	44,60	31,30	24,40	22,70

Exigível Tt / Ativo Tt %	47,10	43,10	42,20	40,00	41,50
Exigível Tt / Pat Liq %	88,90	75,80	73,10	66,80	70,80
Exigível Tt / Receita %	50,50	41,20	39,50	37,90	43,80
Ativo Fixo / Pat Liq %	59,60	54,20	50,10	53,50	47,80
Investimentos / Pat Lq %	0,40	0,30	0,30	0,40	4,70
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	105.435.000,00	96.839.000,00	113.731.000,00	122.057.000,00	120.922.000,00
Capital Employed \$	231.339.000,00	224.096.000,00	253.975.000,00	272.320.000,00	311.294.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	89,90	74,30	84,60	104,90	88,60
Prazo Med Forneced(dias)	39,40	30,00	32,60	31,10	30,20
Prazo Med Recebim (dias)	107,90	93,20	94,00	96,80	97,00
Ciclo Financeiro (dias)	158,40	137,50	146,10	170,50	155,40
Ciclo Operacional (dias)	197,80	167,50	178,60	201,60	185,60
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	29.766.000,00	27.793.000,00	55.413.000,00	43.328.000,00	34.941.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	11.734.000,00	40.298.000,00	54.441.000,00	40.397.000,00	29.330.000,00
Pay Out %	-133,80	27,70	37,20	40,20	23,80
Giro do Ativo (x)	0,90	1,00	1,10	1,10	0,90
Giro do Pat Liq (x)	1,80	1,80	1,90	1,80	1,60
Margem Bruta %	38,30	39,50	46,40	46,10	41,40
Margem EBIT %	3,80	4,10	12,90	8,40	4,60
Margem Operacional %	-3,10	-2,70	5,30	3,60	4,30
Margem Liquida %	-1,00	7,70	11,60	8,40	8,10
Margem Ebitda %	12,30	9,90	17,10	12,90	10,10
Rentab do Ativo %	-0,90	8,10	12,40	8,80	7,70
Rent Patr (pat final) %	-1,70	14,20	21,50	14,70	13,10
Rent Patr (pat medio) %	-1,70	15,00	23,00	15,30	13,90
Rent Patr (pat inicial)%	-1,70	15,80	24,70	16,00	14,80
Rentab Invest Subsid %	-1.326,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Alavancagem Financ (x)	-0,40	0,90	1,00	1,10	1,60
Alavancagem Operac (x)	10,00	9,60	3,60	5,50	9,10
Depreciacao / Imobiliz %	24,60	17,60	14,60	15,70	15,80
Capex / Deprec %	143,10	100,20	161,50	202,30	-

**Quadro 31 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA MARISOL**

**Fonte: Economática / Adaptação: Autor**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS CIA HERING

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	567.301.000,00	459.749.000,00	484.578.000,00	191.223.000,00	188.030.000,00
Divida Total Bruta \$	592.495.000,00	478.972.000,00	492.255.000,00	200.104.000,00	193.259.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	81,00	72,00	72,00	41,00	40,00
Divida Bruta / Pat Liq %	8.226,00	2.547,00	46.265,00	625,00	360,00
Divida Liq / Pat Liq %	7.876,00	2.445,00	45.543,00	597,00	350,00
EBIT / Divida Bruta %	8,00	6,00	6,00	18,00	22,00
EBIT / Divida Liquida %	8,00	6,00	6,00	19,00	22,00
EBIT / Desp Fin Brut (x)	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00
EBIT / Desp Fin Liq (x)	0,00	1,00	1,00	-1,00	2,00
Divida Bruta / Ebitda(x)	9,00	11,00	14,00	9,00	4,00
Divida CP / Divida Tt %	17,00	12,00	14,00	21,00	23,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%	70,00	9,00	15,00	17,00	41,00
Exigivel Tt / Ativo Tt %	99,00	97,00	100,00	93,00	89,00
Exigivel Tt / Pat Liq %	10.024,00	3.457,00	64.494,00	1.435,00	804,00
Exigivel Tt / Receita %	231,00	218,00	205,00	144,00	131,00
Ativo Fixo / Pat Liq %	3.323,00	1.247,00	20.845,00	676,00	395,00
Investimentos / Pat Lq %	46,00	26,00	419,00	11,00	2,00
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-9.123.000,00	11.149.000,00	18.024.000,00	-770.000,00	35.377.000,00
Capital Employed \$	640.446.000,00	584.073.000,00	596.716.000,00	363.725.000,00	402.893.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	96,00	63,00	68,00	60,00	75,00
Prazo Med Forneced(dias)	78,00	73,00	57,00	64,00	46,00
Prazo Med Recebim (dias)	95,00	103,00	116,00	117,00	110,00
Ciclo Financeiro (dias)	113,00	93,00	127,00	113,00	139,00
Ciclo Operacional (dias)	190,00	166,00	184,00	178,00	185,00
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	68.224.000,00	43.851.000,00	35.204.000,00	23.342.000,00	52.839.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	27.794.000,00	30.979.000,00	19.917.000,00	-12.962.000,00	38.962.000,00
Giro do Pat Liq (x)	43,00	16,00	314,00	10,00	6,00
Margem Bruta %	38,00	33,00	35,00	37,00	40,00
Margem EBIT %	15,00	10,00	9,00	11,00	13,00
Margem Operacional %	-43,00	4,00	-5,00	17,00	6,00
Margem Liquida %	-41,00	4,00	-5,00	10,00	5,00
Margem Ebitda %	22,00	15,00	11,00	7,00	16,00
Rentab do Ativo %	-17,00	2,00	-3,00	6,00	4,00
Rent Patr (pat final) %	-1.760,00	62,00	-1.667,00	97,00	32,00
Rent Patr (pat medio) %	-264,00	89,00	-179,00	187,00	40,00
Rent Patr (pat inicial)%	-143,00	161,00	-94,00	2.911,00	54,00
Rentab Invest Subsid %	-339,00	-14,00	-57,00	-133,00	-
Alavancagem Financ (x)	-239,00	13,00	-522,00	-40,00	4,00
Alavancagem Operac (x)	3,00	3,00	4,00	3,00	3,00
Depreciacao / Imobiliz %	6,00	4,00	4,00	4,00	5,00

Capex / Deprec %	22,00	45,00	49,00	56,00	86,00
------------------	-------	-------	-------	-------	-------

**Quadro 32 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DAS CIA**  
**HERING**  
**Fonte: Econômica**  
**Adaptação: Autor**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E CONÔMICOS DA SANEPAR

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	1.124.788.000,00	726.612.000,00	796.289.000,00	783.101.000,00	965.806.000,00
Divida Total Bruta \$	1.168.214.000,00	872.043.000,00	819.136.000,00	898.783.000,00	1.000.528.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	38,40	26,20	23,70	23,20	24,10
Divida Bruta / Pat Liq %	105,80	52,20	43,70	42,10	42,80
Divida Liq / Pat Liq %	101,80	43,50	42,50	36,70	41,40
EBIT / Divida Bruta %	33,00	45,80	48,70	46,10	37,10
EBIT / Divida Liquida %	34,30	54,90	50,10	53,00	38,40
EBIT / Desp Fin Brut (x)	1,80	3,50	4,40	3,10	3,40
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,90	11,90	5,90	3,70	4,30
Divida Bruta / Ebitda(x)	2,50	1,90	1,80	1,90	2,20
Divida CP / Divida Tt %	9,00	11,50	11,70	14,10	13,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%	24,20	9,70	10,40	16,10	12,30
Exigível Tt / Ativo Tt %	63,70	49,80	45,90	44,90	43,80
Exigível Tt / Pat Liq %	175,60	99,20	84,80	81,40	78,00
Exigível Tt / Receita %	217,90	172,50	154,00	155,30	157,90
Ativo Fixo / Pat Liq %	241,00	169,10	161,20	153,50	151,80
Investimentos / Pat Lq %	0,10	0,00	0,00	0,10	0,10
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-85.334.000,00	311.000,00	-35.688.000,00	24.870.000,00	-55.469.000,00
Capital Employed \$	#####	3.091.644.000,00	3.269.191.000,00	3.642.899.000,00	3.921.124.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	15,30	12,60	19,20	16,10	15,00
Prazo Med Forneced(dias)	45,40	35,00	38,20	36,90	35,10
Prazo Med Recebim (dias)	73,20	70,10	72,30	81,50	80,80
Ciclo Financeiro (dias)	43,10	47,70	53,30	60,70	60,60
Ciclo Operacional (dias)	88,50	82,70	91,50	97,70	95,70
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	470.182.000,00	460.869.000,00	459.372.000,00	482.493.000,00	453.341.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	382.012.000,00	370.327.000,00	359.896.000,00	374.980.000,00	330.212.000,00
Pay Out %	46,20	39,10	28,30	28,00	28,00
Giro do Ativo (x)	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Giro do Pat Liq (x)	0,80	0,60	0,60	0,50	0,50
Margem Bruta %	68,30	67,10	63,10	61,10	57,70
Margem EBIT %	43,40	41,60	38,70	37,10	32,20
Margem Operacional %	21,10	35,40	28,40	23,80	21,90

Margem Liquida %	16,20	27,10	20,40	17,30	15,30
Margem Ebitda %	52,80	48,00	44,50	43,20	39,30
Rentab do Ativo %	4,70	7,80	6,10	5,00	4,30
Rent Patr (pat final) %	13,10	15,60	11,20	9,10	7,60
Rent Patr (pat medio) %	13,60	18,70	11,90	9,60	7,90
Rent Patr (pat inicial)%	14,20	23,50	12,60	10,30	8,30
Alavancagem Financ (x)	1,20	1,80	1,40	1,10	1,20
Alavancagem Operac (x)	1,60	1,60	1,60	1,60	1,80
Depreciacao / Imobiliz %	3,40	3,30	3,50	3,50	3,50
Capex / Deprec %	315,60	285,90	303,90	344,70	435,30

**Quadro 33 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E CONÔMICOS DA SANEPAR**

**Fonte: Eonomática**

**Adaptação: Autor**

**Dados: Não Consolidados**

**DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA SABESP**

ANO	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Estrutura de Capital</b>					
Divida Total Liquida \$	7.462.985.000,00	6.983.250.000,00	6.945.096.000,00	6.384.048.000,00	5.998.523.000,00
Divida Total Bruta \$	7.925.123.000,00	7.264.263.000,00	7.050.653.000,00	6.664.221.000,00	6.326.729.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	49,00	44,00	42,00	38,00	35,00
Divida Bruta / Pat Liq %	109,00	96,00	89,00	79,00	70,00
Divida Liq / Pat Liq %	103,00	92,00	87,00	75,00	67,00
EBIT / Divida Bruta %	17,00	21,00	19,00	25,00	29,00
EBIT / Divida Liquida %	18,00	22,00	19,00	26,00	30,00
EBIT / Desp Fin Brut (x)	1,00	2,00	2,00	3,00	3,00
EBIT / Desp Fin Liq (x)	1,00	4,00	3,00	4,00	3,00
Divida Bruta / Ebitda(x)	4,00	3,00	4,00	3,00	3,00
Divida CP / Divida Tt %	17,00	14,00	21,00	11,00	13,00
Kd nom (Custo Cap Terc)%	37,00	8,00	9,00	8,00	10,00
Exigivel Tt / Ativo Tt %	56,00	54,00	53,00	51,00	50,00
Exigivel Tt / Pat Liq %	125,00	118,00	111,00	106,00	100,00
Exigivel Tt / Receita %	241,00	218,00	201,00	181,00	162,00
Ativo Fixo / Pat Liq %	188,00	186,00	177,00	166,00	153,00
<b>Liquidez</b>					
Capital de Giro \$	-429.099.000,00	-570.601.000,00	-871.099.000,00	33.420.000,00	-182.904.000,00

Capital Employed \$	15.643.120.000,00	15.799.340.000,00	16.179.730.000,00	16.502.210.000,00	16.750.490.000,00
<b>Ciclo</b>					
Prazo Med Estoques(dias)	4,00	4,00	5,00	5,00	7,00
Prazo Med Forneced(dias)	7,00	9,00	8,00	12,00	20,00
Prazo Med Recebim (dias)	152,00	102,00	140,00	154,00	152,00
Ciclo Financeiro (dias)	150,00	97,00	136,00	148,00	139,00
Ciclo Operacional (dias)	157,00	106,00	145,00	159,00	158,00
<b>Rentabilidade</b>					
EBITDA \$	1.860.083.000,00	2.076.465.000,00	1.926.526.000,00	2.285.554.000,00	2.446.148.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	1.337.584.000,00	1.457.555.000,00	1.293.693.000,00	1.664.152.000,00	1.753.070.000,00
Pay Out %	-17,00	60,00	30,00	40,00	35,00
Giro do Pat Liq (x)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Margem Bruta %	52,00	50,00	49,00	52,00	53,00
Margem EBIT %	36,00	37,00	30,00	34,00	33,00
Margem Operacional %	-25,00	28,00	19,00	25,00	22,00
Margem Liquida %	-17,00	20,00	12,00	17,00	14,00
Margem Ebitda %	49,00	51,00	44,00	46,00	44,00
Rentab do Ativo %	-4,00	5,00	3,00	5,00	4,00
Rent Patr (pat final) %	-9,00	11,00	6,00	10,00	9,00
Rent Patr (pat medio) %	-9,00	11,00	7,00	11,00	9,00
Rent Patr (pat inicial)%	-8,00	11,00	7,00	11,00	9,00
Alavancagem Financ (x)	-1,00	2,00	1,00	1,00	1,00
Alavancagem Operac (x)	1,00	1,00	2,00	2,00	2,00
Depreciacao / Imobiliz %	4,00	4,00	4,00	4,00	5,00
Capex / Deprec %	121,00	180,00	100,00	114,00	145,00

**Fonte: Economática**

**Adpatação: Autor**

**Dados: Não Consolidado**

**Quadro 34 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA SABESP**

## DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA BR RODOVIAS

<u>ANO</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
<b><u>ESTRUTURA DE CAPITAL</u></b>					
Divida Total Liquida \$	1.515.420.000,00	1.750.749.000,00	2.006.698.000,00	1.916.710.000,00	2.431.011.000,00
Divida Total Bruta \$	1.538.423.000,00	1.757.426.000,00	2.015.920.000,00	1.946.504.000,00	2.456.656.000,00
Divida Bruta / Atv Tt %	85,80	96,40	111,00	87,80	98,30
Divida Bruta / Pat Liq %	-1.869,00	-510,20	-280,70	-337,50	-218,30
Divida Liq / Pat Liq %	-1.841,00	-508,20	-279,40	-332,30	-216,00
EBIT / Divida Bruta %	-7,70	0,10	-0,30	-1,00	3,30
EBIT / Divida Liquida %	-7,80	0,10	-0,30	-1,00	3,30
EBIT / Desp Fin Brut (x)	-0,50	0,00	0,00	-0,10	0,20
EBIT / Desp Fin Liq (x)	-0,60	0,00	0,00	-0,10	0,20
Divida Bruta / Ebitda(x)	-16,40	16,90	28,20	14,80	-4,60
Divida CP / Divida Tt %	7,00	9,50	6,40	4,80	6,80
Kd nom (Custo Cap Terc)%	16,60	23,60	20,60	19,30	17,10
Exigível Tt / Ativo Tt %	104,60	118,90	139,60	126,00	145,00
Exigível Tt / Pat Liq %	-2.278,00	-629,30	-352,80	-484,30	-322,00
Exigível Tt / Receita %	659,40	544,60	568,60	417,40	604,50
Ativo Fixo / Pat Liq %	-1.344,00	-340,10	-171,10	-258,00	-145,50
Investimentos / Pat Lq %	-41,00	-9,40	-1,10	-1,00	-0,50
<b><u>LIQUIDEZ</u></b>					
Capital de Giro \$	-305.424.000,00	-656.339.000,00	-720.962.000,00	-500.492.000,00	-343.506.000,00
Capital Employed \$	1.516.527.000,00	1.234.231.000,00	1.114.344.000,00	1.608.849.000,00	2.231.177.000,00
<b><u>CICLO</u></b>					
Prazo Med Estoques(dias)	2,80	2,60	3,80	8,80	8,20
Prazo Med Forneced(dias)	38,20	60,40	51,60	61,00	50,30
Prazo Med Recebim (dias)	-	9,20	16,60	16,00	17,90
Ciclo Financeiro (dias)	-	-48,60	-31,20	-36,20	-24,20
Ciclo Operacional (dias)	-	11,80	20,40	24,80	26,10
<b><u>RENTABILIDADE</u></b>					
EBITDA \$	-94.030.000,00	104.248.000,00	71.591.000,00	131.447.000,00	-533.245.000,00
LAIR + Desp Fin Liq \$	-145.328.000,00	-62.407.000,00	-109.280.000,00	-277.889.000,00	-649.296.000,00

Giro do Ativo (x)	0,20	0,20	0,20	0,30	0,20
Giro do Pat Liq (x)	-3,50	-1,20	-0,60	-1,20	-0,50
Margem Bruta %	-30,30	8,40	5,70	7,90	22,30
Margem EBIT %	-41,70	0,60	-1,30	-3,00	13,50
Margem Operacional %	-162,50	-85,50	-99,30	-48,10	-163,10
Margem Liquida %	-122,60	-65,90	-83,90	-96,60	-177,40
Margem Ebitda %	-33,10	26,20	16,10	19,60	-89,00
Rentab do Ativo %	-19,40	-14,40	-20,60	-29,20	-42,60
Rentab Invest Subsid %	-188,10	-265,20	-1.185,70	-	-
Alavancagem Financ (x)	-55,30	85,50	-23,70	-8,40	-3,20
Alavancagem Operac (x)	0,70	13,10	-4,20	-2,70	1,60
Depreciacao / Imobiliz %	5,80	4,90	5,20	6,20	6,30
Capex / Deprec %	159,10	102,50	92,50	157,40	236,60

**Quadro 35 - DEMONSTRATIVO DE INFORMAÇÕES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA BR RODOVIAS**

## COMPARAÇÃO DOS INDICADORES EMPRESAS DA GOVERNANÇA EMPRESAS ESPELHO

EMPRESAS	Governança	VALOR DE MERCADO	PREÇO LUCRO	LUCRO LÍQUIDO	EVA	DUPONT	EBIDTA R\$	LIQUIDEZ GERAL	CICLO FIN	CICLO OPER	MARGEM EBIDTA	RENT. ATIVO	RENT. PL	PAY OUT
ALL AMÉRICA	Sim	20.103.030	264,30	76.060	-247	0,86	587	0	-57	51	29%	1%	3%	23%
BR FERROVIAS	Não	0	0,00	-1,00	1	-42,56	-533	0,2	-24	26	14%	-43%	0%	0%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>20.103.030</b>	<b>264,30</b>	<b>76.061</b>	<b>-248</b>	<b>43</b>	<b>1.120</b>	<b>-0,20</b>	<b>-33</b>	<b>25</b>	<b>15%</b>	<b>44%</b>	<b>3%</b>	<b>23%</b>
CEMIG	Sim	14.782.120	8,60	1.718	722	7,41	3.011	1	0	0	26%	7%	23%	80%
COPEL	Não	5.883.591	4,70	1.242	0	10,41	1.975	0,9	0	0	37%	10%	20%	23%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>8.898.529</b>	<b>3,90</b>	<b>476</b>	<b>722</b>	<b>-3</b>	<b>1.036</b>	<b>0,10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-11%</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>57%</b>
DURATEX	Sim	2.917.063	12,90	225	41	9,51	458	1	150	169	26%	10%	16%	34%
EUCATEX	Não	0	0,00	0	0	2,82	64	0,5	63	132	6%	3%	7%	0%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>2.917.063</b>	<b>12,90</b>	<b>224,97</b>	<b>41</b>	<b>7</b>	<b>394</b>	<b>0,50</b>	<b>87</b>	<b>37</b>	<b>20%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>34%</b>
GERDAU	Sim	20.636.560	7,20	2.880	1.560	10,70	5.329	1	94	138	28%	23%	11%	40%

USIMINAS	Não	20.774.280	8,30	2	1	13,26	4.247	1	143	167	34%	13%	24%	34%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>(137.720)</b>	<b>(1,10)</b>	<b>2.878</b>	<b>1.559</b>	<b>-3</b>	<b>1.082</b>	<b>0,00</b>	<b>-49</b>	<b>-29</b>	<b>-6%</b>	<b>10%</b>	<b>-13%</b>	<b>6%</b>
LOJAS HERING	Sim	2.161	-4,20	-3	2	-42,93	0	0	163	317	-9%	-43%	0%	0%
LOJAS RENNER	Não	3.732.567	37,80	0	0	8,23	184	1,4	62	163	11%	8%	18%	75%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>(3.730.406)</b>	<b>(42,00)</b>	<b>-3,10</b>	<b>2</b>	<b>-51</b>	<b>-184</b>	<b>-1,40</b>	<b>101</b>	<b>154</b>	<b>-20%</b>	<b>-51%</b>	<b>-18%</b>	<b>-75%</b>
CIA HERING	Sim	162.160	9,40	17	10	3,54	52	1	139	185	13%	4%	32%	0%
MARISOL	Não	0	0,00	0	0	7,69	34	1,6	155	186	5%	8%	13%	24%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>162.160</b>	<b>9,40</b>	<b>16,9</b>	<b>10</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>-0,60</b>	<b>-16</b>	<b>-1</b>	<b>8%</b>	<b>-4%</b>	<b>19%</b>	<b>-24%</b>
SABESP	Sim	8.344.516	10,70	778	-416	4,33	2.446	0	139	158	33%	4%	9%	35%
SANEPAR	Não	0	0,00	0	0	4,26	453	0,3	61	96	32%	4%	8%	28%
<b>DIFERENÇA</b>		<b>8.344.516</b>	<b>10,70</b>	<b>777,80</b>	<b>-416</b>	<b>0,07</b>	<b>1.993</b>	<b>-0,30</b>	<b>78</b>	<b>62</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>7%</b>

**Quadro 36 - COMPARAÇÃO DOS INDICADORES EMPRESAS DA GOVERNANÇA EMPRESAS  
ESPELHO**

Dados: Vlr de Mercado está em mil, Lucro Líquido,EBIDTA e EVA, estão em milhões  
Desenvolvido: Autor

## CAPÍTULO V ANÁLISE E CONCLUSÕES FINAIS

### 5.1 ESQUEMA EMPREGADO PARA TRATAMENTO DOS DADOS E CONCLUSÕES

Como a pesquisa foi desenvolvida, abrangendo uma amostra aleatória, segundo Barbetta(1994:235- 236), usando de testes estatísticos, como por exemplo, o teste de Qui-Quadrado ( $\chi^2$ ) - que permite verificar se existe associação entre duas variáveis, a partir de um conjunto de observações medidas em uma amostragem, estudamos o nível de associação descrito na amostra observada, conforme demonstra a tabela abaixo:

#### ESQUEMA DE ANÁLISE

<b><u>SITUAÇÃO PROBLEMA</u></b>		
Qual é a influência das melhores práticas da Governança Corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais integrantes do mercado de ações (BOVESPA), comparando as empresas que adotam e as que não adotam as melhores práticas de Governança Corporativa ?		
OBJETIVOS	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	QUADROS E OU REFERÊNCIAS
O objetivo geral do trabalho proposto é avaliar e comparar o desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais integrantes da Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA que adotam melhores práticas de governança corporativa com as empresas espelho que não adotam, verificando se há um melhor desempenho entre as que adotam.	A) Identificar e selecionar os principais indicadores de desempenho financeiro e não financeiro das empresas;	Capítulo II
	B) Selecionar as empresas no mesmo ramo de atuação e porte econômico, listadas no mercado nacional de ações (BOVESPA), que adotam as melhores práticas de governança corporativa com empresas espelho que não adotam	Quadro 04 e 05
	C) Comparar o desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais que adotam as melhores práticas de governança corporativa com as empresas que não adotam;	Quadro 35

**Tabela 3 - ESQUEMA DE ANÁLISE**

## 5.2 CONCLUSÕES DA ANÁLISE

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **Valor de Mercado** e a Participação na Governança Corporativa.

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	08	57,0
	04	29,0
Existe em baixo grau		
Existe em médio grau	02	14,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 4** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Valor de Mercado e a Participação na Governança Corporativa.

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 1 – Valor de Mercado

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **86 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **Preço-Lucro** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	08	57,0
	04	29,0
Existe em baixo grau		

Existe em médio grau	02	14,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 5** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Preço-Lucro com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### **Conclusão - 2 – Preço-Lucro**

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **86 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo a tendência do Valor do Mercado observado **na tabela 4**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **Lucro Líquido** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar</b>	06	43,0
<b>Não Existe</b>	02	14,0
Existe em baixo grau		
Existe em médio grau	06	43,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 6** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o Lucro Líquido com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão -3 – Lucro Líquido

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **57 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **EVA** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	08	57,0
	04	29,0
Existe em baixo grau		
Existe em médio grau	02	14,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 7** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o EVA com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 4 EVA

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **86 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo tendência observada nas **tabelas 04, 05 e 06**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **DUPONT** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	10	71,0
Existe em baixo grau	01	14,3
Existe em médio grau	01	14,2
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 8** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o DUPONT com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 5 DUPONT

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **71 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo tendência observada na **tabela 04,05,06 e 07**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **EBIDTA** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	02	14,0
Existe em baixo grau	01	7,0
Existe em médio grau	05	36,0
Existe em alto grau	06	43,0
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 9** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o EBIDTA com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 6 EBIDTA

Observamos haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, pois a amostra analisada demonstrou que **79 %** das empresas observadas tiveram melhor desempenho.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **LIQUIDEZ GERAL** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	02	15,0
	10	71,0
Existe em baixo grau	01	7,0
Existe em médio grau	01	7,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 10** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o LIQUIDEZ GERAL com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão -7 LIQUIDEZ GERAL

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **86 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo tendência observada na **tabela 04,05,06,07 e 08**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **CICLO FINANCEIRO** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	02	14,0
	08	57,0
Existe em baixo grau	02	14,0
Existe em médio grau	02	15,0
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 11** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o CICLO FINANCEIRO com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão -8 CICLO FINANCEIRO

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **71 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo tendência observada na **tabela 04,05,06,07,08,10** .

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **CICLO OPERACIONAL** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	04	29,0
	08	57,0
Existe em baixo grau	02	14,0
Existe em médio grau		
Existe em alto grau		
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 12** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o CICLO OPERACIONAL com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 9 CICLO OPERACIONAL

Observou não haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **71 %** das empresas observadas não demonstraram relação alguma ou não pode ser confirmado, mantendo tendência observada na **tabela 04,05,06,07,08,10 e 11**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **MARGEM EBIDTA** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	06	43,0
Existe em baixo grau	02	14,0
Existe em médio grau	02	14,0
Existe em alto grau	04	29,0
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 13** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o MARGEM EBIDTA com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 10 MARGEM EBIDTA

Observamos haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **57 %** das empresas observadas demonstraram melhor desempenho neste indicador.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **RENTABILIDADE NO ATIVO** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	02	14,0
	04	29,0
Existe em baixo grau	02	14,0
Existe em médio grau	04	29,0
Existe em alto grau	02	14,0
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 14** - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o RENTABILIDADE NO ATIVO com a Participação na Governança Corporativa

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 11 RENTABILIDADE NO ATIVO

Observamos haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **57 %** das empresas observadas demonstraram melhor desempenho neste indicador, conforme **tabela 13**.

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	04	29,0
Existe em baixo grau	06	43,0
Existe em médio grau	02	14,0

Existe em alto grau	02	14,0
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 15 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO com a Participação na Governança Corporativa**

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### **Conclusão - 12 RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO**

Observamos haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **71 %** das empresas observadas demonstraram melhor desempenho neste indicador, conforme **tabela 09,13 e 14.**

Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o **PAY OUT** com a Participação na Governança Corporativa

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar Não Existe</b>	04	29,0
Existe em baixo grau	04	28,0
Existe em médio grau	04	29,0
Existe em alto grau	02	14,0
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 16 - Distribuição das empresas segundo o grau de relação entre o PAY OUT com a Participação na Governança Corporativa**

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão - 13 PAY OUT

Observamos haver relação entre este indicador é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **71 %** das empresas observadas demonstraram melhor desempenho neste indicador, conforme **tabela 09,13,14 e 15**.

Resumo das Observações Consolidadas dos 13 (treze) Indicadores de Desempenho Econômico e Financeiro

GRAU DE RELAÇÃO	FREQÜÊNCIA	%
<b>Não foi possível observar</b>	42	23,0
<b>Não Existe</b>	70	38,0
Existe em baixo grau	21	12,0
Existe em médio grau	33	18,0
Existe em alto grau	16	9,0
<b>TOTAL</b>	<b>182</b>	<b>100,0</b>

**Tabela 17** - Resumo das Observações Consolidadas dos 13 (treze) Indicadores de Desempenho Econômico e Financeiro

Nota: Soma das parcelas difere do total devido a critérios de arredondamento

### Conclusão – DADOS CONSOLIDADOS

Observamos não haver relação entre este indicador consolidado é a participação na Governança Corporativa, uma vez que a amostra demonstrou que **61 %** das empresas observadas não demonstraram melhor desempenho.

### 5.3 CONCLUSÕES

As questões relacionadas à governança vão da criação de riqueza e da maximização do retorno dos acionistas, à definição de propósitos empresariais e de

diretrizes corporativas para os negócios e a gestão, passando ainda por aspectos legais, relacionados aos direitos societário e sucessório e chegando aos sistemas que devem reger as relações entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva das empresas. A adesão às boas práticas é, assim, uma das tendências da governança corporativa neste século.

A boa governança proporciona à empresa maior acesso a todos os tipos de financiamentos externos: nacionais e internacionais, públicos e privados. Além disso, empresas em busca de financiamento junto a fontes internacionais, tais como registro de ações em bolsas internacionais, precisam melhorar sua governança corporativa de forma a atender requisitos de registro mais rigorosos. Empresas estruturadas e procedimentos de governança melhoram o processo de tomada de decisão e aumentam a prosperidade a longo prazo em qualquer tipo de empresa.

**Em nossa pesquisa que visava responder a indagação:**

*Sobre a influência das melhores práticas da Governança Corporativa no desempenho econômico e financeiro das empresas nacionais integrantes do mercado de ações (BOVESPA)?*

Em nosso estudo chegamos a conclusão que não é possível afirmar que as empresas que participam da Governança Corporativa conseguem manter um melhor desempenho econômico e financeiro em relação às empresas que não participam, esta conclusão está balizada em cima das treze tabelas elaboradas estatisticamente, bem como a comparação dos indicadores econômicos e financeiros das

14(catorze) empresas selecionadas, infirmaram que 61% dos resultados econômicos e financeiros são independentes da participação na Governança Corporativa.

#### **5.4 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS**

- a) Analisar o desempenho das empresas antes e depois da entrada na Governança Corporativa;
- b) Analisar as empresas utilizando a Análise Dinâmica, utilizando os conceitos do Capital Intelectual;
- c) Fazer uma relação com o Balanced Scorecard;
- d) Trabalhar com uma base amostral do mesmo segmento.

## REFERÊNCIAS

**ALVES**, Lauro Eduardo Soutello. Governança e Cidadania Empresarial. RAE, Revista de Administração de Empresas. Vol., 41, N. 4, p. 78-86. Out/Dez 2001. São Paulo, 2001.

**ANSOFF**, H. Igor. A nova estratégia empresarial. Editora Atlas. São Paulo, 1990.

\_\_\_\_\_, H. Igor. Do planejamento estratégico à administração estratégica. Editora Atlas. São Paulo, 1981.

\_\_\_\_\_, H. Igor. Estratégia empresarial. Editora McGraw-Hill do Brasil . São Paulo, 1977.

\_\_\_\_\_, H. Igor. Implantando a administração estratégica. Editora Atlas. 2º ed. São Paulo, 1993.

**BERTON**, Luiz Hamilton. Balanced scorecard – Uma nova ferramenta de gestão. Revista da FAE. n.1/2, p.19. jan./dez. 1998. Curitiba, 1998.

**BRASIL**, Haroldo Vinagre; **BRASIL**, Haroldo Guimarães. Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico. Qualitymark Ed. Rio de Janeiro, 1991

**CAVALCANTI**, Marcos. Governança Corporativa e o Patrimônio Intangível das Empresas. Revista Inteligência Empresarial , N.13 , p. 11- 13. Out./ 2002.

São Paulo, 2002

**CASTOR**, Belmiro Valverde. Notas de aula de Planejamento Estratégico. Centro Universitário Positivo, 2001.

**CERTO**, Samuel C.; **PETER**, J. Paul. Administração estratégica: planejamento e implantação da estratégia. Makron Books. São Paulo, 1993.

**CHRIS MOORE, BEVERLY, J. ROWE.** HCS: Designing a balanced scorecard ins a knowledge-based firm Issues in Accouting Education. Nov, 2001. Sarasota/USA, 2001.

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

**COSTA,** Ana Paula Paulino da. Contabilidade Gerencial: um estudo sobre a contribuição do Balanced Scorecard. Dissertação de mestrado apresentada na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. FEA/USP,2001. São Paulo, 2001.

**DAMODARAM,** Aswath. A face oculta da avaliação. Makron Books, 2002. São Paulo, 2002.

**SILVA,** Edson Cordeiro da. Governança Corporativa nas empresas. Ed. Atlas, 2006. 1 ed. São Paulo,2006.

**EHRBAR,** Al. EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. (trad. Bazán Tecnologia e Lingüística). Qualitymark Ed., 1999. Rio de Janeiro, 1999.

Experiências de governança corporativa. Harvard Business Review. Campus, 2001. Rio de Janeiro, 2001.

**FISCHMANN,** Adalberto Américo. Planejamento estratégico na prática. Atlas, 1991. 2° ed. São Paulo, 1991.

**FLEURIET,** Michel; **KEHDY,** Ricardo; **BLANC,** Georges. A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro. : Fundação Dom Cabral, 1980. Belo Horizonte, 1980.

**GAJ**, Luis. Administração estratégica. Ática, 1993. 2º ed . São Paulo, 1993.

\_\_\_\_\_, Luis. Tornando a administração estratégica possível. McGraw-Hill, 1990.

São Paulo, 1990.

**GITMAN**, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. Ed. Harbra. 7 ed. São Paulo, 1997.

**HOJI**, Masakazu. Administração financeira: uma abordagem prática: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro. Atlas, 1999. São Paulo, 1999.

Bolsa de Valores de São Paulo – **BOVESPA**. Disponível em : <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em fevereiro 2002.

Comissão de Valores Mobiliários – **CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em fevereiro de 2002.

Economática. Disponível em: <<http://www.economática.com.br>>. Acesso em fevereiro de 2002.

After September 11<sup>th</sup>. The Heightened role fos cost & perfomance management, Disponível em < <http://hbspalerts.harvard.edu/>>. Acesso em fevereiro de 2002.

BSC applications integration: the need for interoperability standards. Disponível em <<http://hbspalerts.harvard.edu/>>. Acesso em fevereiro de 2002.

**JENSEN**, Michael C. Value maximization and the corporate objective function. Work paper. Harvard Business School. jan,2000.

**JOHNSON**, H. Thomas. Kaplan, Robert S. Relevance Lost: the rise and fall of management accounting. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 1987.

**KAPLAN**, Robert S.; **NORTON**, David P. A Estratégia em Ação: Balanced Scorecard; tradução Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. Campus, 1997. Rio de Janeiro, 1997.

\_\_\_\_\_, Robert S, **NORTON**, David P. Organização orientada para a estratégia: como as empresas que adotam o balanced scorecard prosperam no novo ambiente de negócios. Campus, 2000. Rio de Janeiro, 2000.

\_\_\_\_\_, Robert S.; **NORTON**, David P. Putting the Balanced Scorecard to Work. Harward Business Review. Boston, 2000.

\_\_\_\_\_, Robert S.; **NORTON**, David P. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. **Harward Business Review**. jan-feb, 1992. Boston, 1992.

\_\_\_\_\_, Robert S.; **NORTON**, David P. Using The Balanced Scorecard as a Strategic Management System. **Harward Business Review**. jan-feb, 1996. Boston, 1996.

\_\_\_\_\_, Robert S.; **NORTON**, David P. Focusing Your Organizations on Strategy – With the Balanced Scorecard. **Harward Business Review**. Boston, 2000.

**KATO**, Jerry M. Estratégia competitiva e avaliação de desempenho aplicados a uma empresa de previdência privada no Brasil. Dissertação de mestrado defendida no departamento de Engenharia da Produção da Universidade Federal de Santa Catarina: Florianópolis, 2000.

**KIYAN**, Fábio M. Proposta para desenvolvimento de indicadores de desempenho como suporte estratégico. Dissertação de mestrado apresentada no programa de pós-graduação em Engenharia da Produção da Universidade Federal de São Carlos. 2001.

**LAMEIRA**, Valdir de Jesus. Governança Corporativa. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2001

**LEAL**, Ricardo Pereira Câmara, **FERREIRA**, Vicente Antonio de Castro **CARVALHAL**, André Luiz, orgs. Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. : E-Papers Serviços Editoriais, 2002. Rio de Janeiro, 2002

**LEVY**, Alberto R. Estratégia em Ação. Atlas, 1986. São Paulo, 1986.

**LODI**, João Bosco. Governança Corporativa. 1. Ed. Campus , 2000. ed. Rio de Janeiro , 2000

**LYWOTZKY**, Adrian J.; **MORRISON**, David J. A estratégia focada no lucro: Profit zone: desvendando os segredos da lucratividade. Campus, 1998. Rio de Janeiro, 1998.

**MACEDO-SOARES**, T. Diana L.V.A. de; **RATTON**, Cláudio A. Medição de desempenho e estratégias orientadas para o cliente: resultados de uma pesquisa de empresas líderes no Brasil. Revista de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas – RAE. n.4, v.39, p.46-59, out./dez. 1999. São Paulo, 1999.

**MARTINS**, Eliseu (organizador). Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. Atlas, 2001. São Paulo, 2001.

Medindo o desempenho empresarial. Harvard Business Review. Campus, 2000. Rio de Janeiro.

**OLIVEIRA**, Djalma de Pinho Rebouças de. Estratégia empresarial: uma abordagem empreendedora. Atlas, 1991. 2° ed. São Paulo, 1991.

\_\_\_\_\_, Djalma de Pinho Rebouças de. Planejamento estratégico: conceitos, metodologia e práticas. Atlas, 1991. 5° ed. São Paulo, 1991.

**OLVE**, Nils-Göran. Condutores da performance: um guia prático para o uso do balanced scorecard. Qualitymark, 2001. Rio de Janeiro, 2001.

**PACHECO**, Vicente. Contabilidade de recursos humanos. dissertação de mestrado apresentado no Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo, 1999.

**PRAHALAD**, C. K, **HAMEL**, Gary. The core competence of the corporations. Harward Business Rewiew, may/june, 1990, p. 79 - 91.

\_\_\_\_\_, C. K. Em busca do novo. HSM Management, n.7, ano 2, p. 6-12, mar./abr. 1998. São Paulo, 1998.

**RASOTO**, Armando. Análise e Planejamento Financeiro no Ambiente Empresarial Através de um Modelo Informatizado: *Software Ar-Financial*. Dissertação de mestrado defendida no departamento de Engenharia da Produção da Universidade Federal de Santa Catarina: Florianópolis, 2001.

**ROCHA**, Douglas José Alexandria. Desenvolvimento do Balanced Scorecard para instituição de ensino superior privada – estudo de caso da unidade de negócios 4 da universidade gama. Dissertação de mestrado do Programa de pós-graduação em Engenharia da Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, maio/2000.

**ROMÃO**, Maurício F. A. Uma visão de capital de giro e da geração e necessidade de caixa. 1992. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

**ROSS**, Stephen A; **WESTERFIELD**, Randolph W.; **JAFFE**, Jeffrey F. Administração financeira: corporate finance. Atlas, 1995. São Paulo, 1995.

**SAURIN**, Valter. **MUSSI**, Clarissa C. **CORDIOLI**, Luiz A. Estudo comparativo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. Universidade Federal de Santa Catarina, 2000.

**SIMÕES**, Paulo Cesar Gonçalves . Governança Corporativa e o exercício do voto nas S. A. 1 ed. Ed. Lumen Juris, 2003. Rio de Janeiro, 2003

**SUSSLAND**, Willy A. Creating business value through intangibles. The Journal of Business Strategy, Boston/USA. Nov/Dec, 2001.

**SVEIBY**, Karl Erik. A nova riqueza das organizações; tradução de Luiz Euclides Trindade Frazão Filho. – Campus, 1998. Rio de Janeiro, 1998.

**WHITERELL**, Bill. Governança Corporativa e Responsabilidade. Revista Inteligência Empresarial , N. 13 , p.4- 7. São Paulo, 2002

**WRIGHT** Peter L.; **KROLL**, Mark J.; **PARNELL**, John. **Administração estratégica: conceitos**. Atlas, 2000. São Paulo, 2000.

**YOSHITAKE**, Mariano. Gestão de tesouraria: controle e análise de transações financeiras em moeda forte. Atlas, 1997. São Paulo, 1997.

**ANEXOS**

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

**CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS**

DE GOVERNANÇA CORPORATIV

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

**CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS  
DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**APRESENTAÇÃO**

Este documento foi preparado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa como contribuição para o aperfeiçoamento da governança corporativa das empresas no Brasil. Ele baseou-se na experiência de seus associados, em Códigos de Melhores Práticas tais como Cadbury, General Motors, Hampel, NACD – National Association of Corporate Directors, Viênot e outros, e leva em conta também algumas das sugestões apresentadas no "Top Management Summit" realizado de 10 a 12 de abril de 1997 em Itú, Estado de São Paulo (essas sugestões foram incorporadas num documento editado pela Fundação Dom Cabral intitulado "Governança Corporativa, Subsídios ao Código Brasileiro de Melhores Práticas").

Embora a governança corporativa englobe os acionistas/quotistas, o Conselho de Administração e seus comitês, o Executivo Principal (CEO), a auditoria independente e o Conselho Fiscal, os Códigos acima citados estão focados no Conselho de Administração.

**CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS****ÍNDICE**

	<b>página</b>
<b>CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO</b>	<b>1</b>
O CONSELHEIRO	<b>3</b>
<b>INDEPENDÊNCIA</b>	<b>4</b>
TRANSPARÊNCIA/ "DISCLOSURE"	<b>5</b>
PROCESSOS E FUNCIONAMENTO DO	<b>6</b>
<b>CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO</b>	
REUNIÕES DO CONSELHO	<b>7</b>
<b>DE ADMINISTRAÇÃO</b>	

## **CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS**

### **Conselho de Administração**

#### **Missão do Conselho de Administração**

A missão do Conselho de Administração é proteger o patrimônio e maximizar o retorno do investimento dos acionistas agregando valor ao empreendimento.

O Conselho de Administração deve zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas, nas atividades da empresa.

#### **Competência do Conselho de Administração**

O artigo 142 da Lei das Sociedades por Ações determina a competência do Conselho de Administração. Deve-se destacar a determinação de estratégias, a eleição e destituição de diretores, a fiscalização da gestão dos diretores e a eleição e destituição dos auditores independentes.

As atividades de competência do Conselho de Administração devem estar normatizadas em um regimento interno, tornando claras suas responsabilidades e atribuições, e prevenindo situações de conflito com a Diretoria Executiva, notadamente com o Executivo Principal (CEO) .

O Conselho de Administração deve estimular a criação formal de um código de ética da empresa.

O Conselho de Administração não deve imiscuir-se nos assuntos operacionais da Diretoria Executiva.

### **Comitês do Conselho de Administração**

Várias atividades do Conselho de Administração precisam de análises profundas que tomam mais tempo do que é disponível nas reuniões. Diferentes comitês, cada um com alguns membros do Conselho, devem ser formados, por exemplo: comitês de nomeação, de auditoria, de remuneração etc. Os comitês estudam seus assuntos e preparam as decisões. Só o Conselho pleno pode tomar as decisões.

### **Auditoria independente**

O Conselho de Administração, ou o comitê de auditoria (se existe), negocia com os auditores independentes, estabelece o programa de auditoria e acerta preço e prazo.

## **Tamanho do Conselho**

O tamanho do Conselho de Administração deve ser o menor possível, variando, em função do perfil da empresa, entre 5 e 9 membros.

## **Reunião dos Conselheiros externos (sessão executiva)**

É função do Conselho avaliar a gestão da Diretoria. Para que isto possa ser feito sem constrangimento é importante que os conselheiros externos e independentes possam reunir-se sem a presença dos Diretores/Conselheiros internos. Se isto acontece com regularidade os Diretores se sentem menos desconfortáveis.

## **Convidados para as reuniões do Conselho de Administração**

Pessoas chave da empresa podem ser convidadas ocasionalmente para as reuniões do Conselho de Administração para exporem suas atividades.

## **Avaliação do Conselho e do Conselheiro**

Cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do Conselho e de cada um dos Conselheiros. A sistemática de avaliação deve ser adaptada à situação de cada empresa.

## **O Conselheiro**

### **Qualificação do Conselheiro**

Cada Conselheiro deve ter:

- integridade pessoal
- capacidade de ler e entender relatórios financeiros
- ausência de conflitos de interesse
- disponibilidade de tempo
- motivação

Na composição do Conselho devem estar presentes entre os membros as seguintes experiências ou conhecimentos:

- experiência de participação em bons conselhos de administração, ou seja, os reconhecidos por sua excelência
- experiências como Executivo Principal
- experiências em administrar crises
- conhecimentos de finanças
- conhecimentos contábeis
- conhecimentos do ramo da empresa
- conhecimentos do mercado internacional
- visão estratégica
- contatos de interesse da empresa

A maioria do Conselho deve ser formada de Conselheiros independentes (ver este tema abaixo)

O Conselho deve ter diversidade de conhecimentos e experiências

### **Prazo do Mandato**

O prazo do mandato do conselheiro deve ser definido. A sua duração deve ser curta, variando entre 1 e 3 anos. A reeleição deve ser possível depois de uma avaliação formal de desempenho. A reeleição não deve ser automática.

### **Limite de idade**

Algumas pessoas já estão improdutivas antes de chegar aos 60 anos. Outras estão muito produtivas aos 75. Se o mandato é curto e o sistema de avaliação de desempenho é eficiente, não deve ser fixado um limite de idade.

### **Mudança de ocupação principal do Conselheiro**

A ocupação principal do Conselheiro é um dos fatores importantes em sua escolha. Quando muda a ocupação principal o Conselheiro deve renunciar. O comitê de nomeação deve analisar a conveniência de propor a sua reeleição.

### **Remuneração do Conselheiro**

O Conselheiro deve receber na mesma base do valor da hora de trabalho do Executivo Principal, aplicado ao tempo efetivamente dedicado à empresa pelo Conselheiro.

## **Consultas externas**

Os Conselheiros devem ter o direito de fazer consultas a profissionais externos (advogados, auditores, especialistas em impostos, etc.) pagos pela empresa para obter uma segunda opinião. O Conselho deve preparar um regulamento interno para isto.

## **INDEPENDÊNCIA**

A razão fundamental da importância de independência é de evitar conflitos de interesse.

### **Conselheiro independente**

A maioria do Conselho deve ser formada por Conselheiros independentes. A definição de independência é:

- não ter qualquer vínculo com a empresa
  - não ter sido empregado da empresa ou alguma subsidiária
  - não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa
  - não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum serviço ou produto à empresa
  - não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum Diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa
  - não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro
- ou

eventuais dividendos (se for também acionista).

O Conselheiro deve trabalhar para o bem da empresa e por conseguinte para todos os acionistas. O Conselheiro deve buscar máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo.

### **Conselheiros - internos e externos**

Há três classes de Conselheiros:

- independentes (definição ver acima)
- externos (Conselheiros que não trabalham na empresa mas não são independentes)
- internos (Conselheiros que são Diretores da empresa ou que são empregados pela empresa)

O Conselho fiscaliza a gestão dos Diretores. Fiscalizar a si mesmo é uma situação típica de conflito de interesse. Por conseguinte deve-se evitar acumulação de cargos entre Conselheiros e Diretores.

### **Presidente do Conselho e da Diretoria**

Deve-se buscar a separação dos cargos do Presidente do Conselho e do Presidente da Diretoria (Executivo Principal).

A lógica é a mesma do caso de evitar Conselheiros internos. O Conselho fiscaliza a gestão dos Diretores. Por conseguinte o Presidente do Conselho não deve ser a mesma pessoa que o Presidente da Diretoria.

### **Liderança independente do Conselho**

No caso em que o Presidente do Conselho e o Presidente da Diretoria sejam a mesma pessoa é importante que o Conselho tenha um membro de peso, respeitado por seus colegas e a comunidade empresarial em geral, que pode servir como um contrapeso ao poder da pessoa que é Presidente do Conselho e da Diretoria.

### **TRANSPARÊNCIA/ “DISCLOSURE”**

Os acionistas têm o direito a informações transparentes e oportunas com respeito às empresas onde estão investindo.

O funcionamento de um mercado de capital depende de informação transparente das empresas.

**Porta-voz da empresa**

O Conselho de Administração deve designar uma só pessoa com a responsabilidade de ser o porta-voz da empresa, eliminando-se o risco de haver contradições entre as declarações do Presidente do Conselho e as do Executivo Principal. O Diretor de Relações com o Mercado tem poderes delegados pelo porta-voz da empresa.

**Informação balanceada**

As informações da empresa devem ser equilibradas, devendo tratar tanto de aspectos positivos quanto negativos para facilitar ao leitor a correta avaliação da empresa.

**Veracidade da informação**

O Conselho de Administração e o porta-voz da empresa devem assegurar-se que as informações aos acionistas e ao mercado são verídicas. Informações falsas devem ser punidas.

## **Sistemas de avaliação**

Os sistemas de avaliação do Conselho, dos Conselheiros, do Executivo Principal e dos Diretores devem ser explicados no relatório anual da empresa.

## **Ações e remuneração dos Conselheiros e Diretores**

Os códigos de melhores práticas internacionais recomendam que o relatório anual especifique o número de ações e a remuneração de cada um dos Conselheiros e Diretores.

## **Práticas de governança corporativa**

O relatório anual deve indicar qual código das melhores práticas tem sido usado pela empresa e explicar todos os desvios da empresa deste código.

## **PROCESSOS E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

### **Avaliação do Executivo Principal**

O Conselho de Administração deve fazer anualmente uma avaliação formal do desempenho do Executivo Principal.

## **Planejamento da sucessão**

O Conselho de Administração deve ter, sempre atualizado, um plano de sucessão do Executivo Principal e de todas as outras pessoas chave da empresa.

## **Introdução de novos Conselheiros**

Cada novo Conselheiro deve ser exposto a um programa de introdução incluindo uma pasta do Conselho com a descrição da função do Conselheiro, os últimos relatórios anuais, atas das assembleias ordinárias e extraordinárias, atas das reuniões do Conselho e outras informações da empresa. O novo Conselheiro deve ser apresentado a seus colegas, aos Diretores e às pessoas chave da empresa. Também deve visitar fábricas e locais de negócios. Dependendo do perfil da empresa devem ser incluídos programas adicionais.

## **Reuniões do Conselho de Administração**

### **Documentação das reuniões**

A eficácia das reuniões do Conselho de Administração depende muito da qualidade da documentação distribuída antecipadamente aos Conselheiros. As propostas para decisões devem ser formuladas. A documentação deve estar em mãos dos Conselheiros antes do fim de semana anterior à reunião. Os Conselheiros devem haver lido tudo e estar bem preparados para a reunião.

## **Agenda**

A agenda da reunião do Conselho de Administração deve ser preparada pelo Presidente do Conselho com base em sugestões de Conselheiros e Diretores.

## **Atas das reuniões do Conselho de Administração**

É importante ter um bom secretário para as reuniões do Conselho de Administração. Decisões tomadas ficam registradas na ata. É importante que a ata seja fidedigna. Os Conselheiros devem ler as atas com atenção.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)