

EXISTE DIFERENÇA ENTRE A RENTABILIDADE DAS AÇÕES DAS EMPRESAS QUE ADOTAM GOVERNANÇA CORPORATIVA COM RELAÇÃO ÀS EMPRESAS DO MERCADO TRADICIONAL?

Is there a difference between the yields of companies that adopt corporate governance practices and those of the traditional market?

RESUMO

Buscou-se, com este estudo, verificar se há diferença entre a média da rentabilidade das ações de uma amostra de empresas listadas na Bovespa que adotam governança corporativa, no período de março de 2005 a março de 2006, nos seus diferentes níveis, e as empresas do mercado tradicional. Os dados foram extraídos da base de dados da Economática®, num total de 130 empresas não financeiras com ações de maior liquidez listadas na BOVESPA, das quais 65 adotam práticas de governança corporativa e 65 do mercado tradicional. Para a operacionalização, utilizaram-se análise de variância (ANOVA) e análise do teste *t* de Student. Os resultados mostram que a média da rentabilidade para empresas que pertencem aos diferentes níveis de governança corporativa foi superior à média das empresas sem governança corporativa, demonstrando que um maior nível de transparência, e consequentemente menor assimetria de informação, possibilita um melhor desempenho das empresas.

Valéria Gama Fully Bressan
Professora do Departamento de Economia Rural, Universidade Federal de Viçosa
valeria.fully@gmail.com

Aureliano Angel Bressan
Professor do Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Ciências Econômicas.
bressan@face.ufmg.br

Recebido em 30.08.2006. Aprovado em 30.09.2008
Avaliado pelo sistema blind review
Editor Científico: Cristina Lelis Leal Calegario

ABSTRACT

The study verifies, between march 2005 and march 2006, if there is any difference between the stock yields of a sample of companies listed in Bovespa that adopt the principles of Corporate Governance, in different levels, in relation to the companies of the traditional market. The data were extracted from Economática's database; 130 non-financial companies with higher liquidity stock were selected, of which 65 adopt Corporate Governance practices, and 65 operate according to the traditional market. To conduct the study, the Analysis of Variance (ANOVA) and Student's *t* test were used. The results show that the mean yield of companies that adopt different Corporate Governance levels was superior to that of the companies which did not adopt these practices. These results demonstrate that a higher level of transparency, and consequently lower information asymmetry, can lead to a better company performance.

Palavras-chave: rentabilidade, governança corporativa, teoria de agência, assimetria de informação.

Keywords: stock Yield, Corporate Governance, Agency Theory, Asymmetric Information.

1 INTRODUÇÃO

O fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com o aumento do investimento e a criação de empregos diretos e indiretos. Nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos feitos por companhias de capital aberto no Brasil foi tomado no mercado acionário. O restante veio de empréstimos bancários ou foi suportado com capital próprio, gerado pelos lucros obtidos com a atividade empresarial (IBGC, 2006).

No entanto, o custo elevado de obtenção de informação a respeito de cada empresa, que permita distingui-las, implica no risco de que o comportamento

oportunista e inadequado de algumas empresas afete a percepção que o mercado faz das demais (CARVALHO, 2003). Neste sentido, a assimetria de informação no mercado de capitais exerce grande impacto na valorização das empresas e no interesse dos investidores (CASELANI et al., 2004).

O mercado acionário brasileiro ainda não possui a expressividade que poderia ter, em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias são apontadas como principais causas desse cenário. Trata-se de um ambiente que facilita a multiplicação de riscos (IBGC, 2006).

Para que o mercado de capitais se desenvolva, são necessárias regras bem definidas em relação à tributação, à proteção aos acionistas minoritários, bem como mecanismos de governança corporativa bem estabelecidos, que proporcionem maior transparência e permitam melhor controle dos atos corporativos (QUINTEIRO & MEDEIROS, 2005).

Neste cenário, Silveira et al. (2003, p. 59) afirmam que:

o senso comum sugere que empresas com uma estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa devem ter uma melhor gestão e, conseqüentemente, melhor desempenho financeiro do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada, ceteris paribus. Dessa forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta a qualidade da gestão da companhia e, conseqüentemente, seu desempenho financeiro.

De acordo com informação da Bovespa (2006), a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como conseqüência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirir as suas ações e pagar um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação. À medida que maior número de investidores passarem a operar no mercado, haverá um impacto relativamente maior na demanda por ações, comparado à oferta das mesmas. Esse fato acarretará um aumento no preço das ações, que refletirá em aumento de rentabilidade destas ações.

Neste contexto, a pergunta do presente estudo é: existe diferença entre a média da rentabilidade das ações das empresas listadas na Bovespa que adotam governança corporativa, nos seus diferentes níveis, das empresas do mercado tradicional?

O presente artigo está estruturado da seguinte forma: na próxima seção apresenta-se o referencial teórico, que versará sobre a rentabilidade de uma ação, assimetria de informação, teoria de agência e governança corporativa. A segunda parte consiste nos aspectos metodológicos que se subdividem em coleta de dados, unidades de análise e modelo analítico, no qual é apresentado a ANOVA e o teste *t* de Student. Por fim, são

discutidos os resultados da pesquisa e, a seguir, são apresentadas as conclusões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Rentabilidade de uma ação

A rentabilidade de uma ação pode ser determinada por inúmeras variáveis, tais como divulgação do balanço da empresa (com dados favoráveis ou desfavoráveis), notícias sobre fusão de companhias, avanços tecnológicos, que podem alterar a competitividade da empresa; informações sobre a futura atividade econômica nacional, setorial e das empresas; ações políticas que venham a influenciar o grau de incerteza; tamanho da empresa; relação entre o preço da ação em tempos distintos e muitas outras que possam afetar o desempenho da empresa emissora da ação.

Segundo Fortuna (2002), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e o comportamento da economia do país e específicas da empresa e de seu setor econômico.

De acordo com Taylor (2005), a rentabilidade de uma ação pode ser definida como a mudança no logaritmo dos preços da ação, com ajustes apropriados pelo pagamento de dividendos.

No entanto, a política de dividendos pode diferenciar de empresa para empresa. Dessa forma, para comparar a rentabilidade entre as empresas, optou-se por utilizar, neste trabalho, a rentabilidade como $R = \ln(P_{c1}/P_{c0})$, onde $\ln$ é o logaritmo neperiano, P_{c1} é o preço da data a comparar (31/3/2006) e P_{c0} o preço da data base (31/3/2005).

2.2 Assimetria de informação e eficiência de mercado

Os mercados apresentam assimetria de informação quando certos agentes econômicos detêm mais informações do que os outros e os problemas de informação assimétrica são graves para o funcionamento de uma economia eficiente (PUC-RIO, 2006).

A informação assimétrica se refere à diferença de informação existente em uma relação contratual entre o agente e o principal, pelo fato de uma parte possuir mais informação do que a outra, ou seja, há informação oculta (*hidden information*). Isso ocorre porque, em alguns mercados, é difícil, ou mesmo impossível, verificar, a baixo custo, a qualidade de um item. Conseqüentemente, como o custo para se obter informação sobre esse item é alta, então, é plausível que vendedores e compradores tenham diferentes informações sobre os bens e serviços negociados (SCHMIDT et al., 2005).

Segundo Brown et al. (2001), a assimetria de informação surge quando a companhia possui informação

de relevância, em termos de valor, que ainda não foi divulgada ao público, porém, pode ser obtida de forma privada por alguns investidores. Até que essa informação esteja disponível ou incorporada no preço das ações, cria-se um problema de seleção adversa impondo risco informacional aos participantes de mercado não informados. Dado que o lucro do investidor informado é igual à perda do investidor não informado, este tenderá a se proteger contra o risco informacional, demandando maiores retornos *ex-ante*. Assim, ao permitir esta transferência de riqueza entre os investidores no mercado secundário, a assimetria informacional faz com que o custo de capital da empresa aumente *ex-ante*, quando da emissão de ações ou de títulos de dívida no mercado primário.

Nesse sentido, o modelo apresentado por Diamond & Verrecchia (1991) demonstra que, em diversos cenários, a redução da assimetria de informação por meio da divulgação de informações por parte da empresa pode reduzir seu custo de capital, ao atrair uma maior demanda por parte dos grandes investidores com o aumento na liquidez de suas ações. Essa colocação é confirmada por Lima & Terra (2005), quando ressaltam que os gestores têm incentivos para aumentar o nível de *disclosure*, para reduzir os problemas de assimetria e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital.

O grande desafio que a informação assimétrica impõe é a formulação de contratos completos que busquem minimizar as perdas de bem-estar decorrentes desse tipo de problema.

O risco moral (*moral hazard*), outro problema da assimetria de informação, ocorre quando o principal não pode observar as ações do agente após o contrato; existe uma ação oculta, isto é, a ação do agente não é verificável. Nesse tipo de problema, as partes possuem a mesma informação quando o contrato é estabelecido. A assimetria de informação advém do fato de que, uma vez assinado o contrato, o principal não pode observar as ações do agente ou, no mínimo, o principal não pode controlar perfeitamente a ação. Este fato pôde ser observado no caso Enron, pois o principal executivo da empresa utilizou as informações privilegiadas para benefício próprio e não traduziu de forma adequada o interesse dos acionistas, sendo este um dos fatores que levaram a empresa à falência (SILVA et al., 2002).

Uma forma de minimizar um dos problemas da informação assimétrica, seleção adversa, é a utilização de sinalização. Nesse caso, o agente toma a iniciativa de “sinalizar” o seu tipo ou qualidade antes de assinar o contrato, de tal forma que o principal possa saber qual é o seu tipo ou qualidade (o agente se movimenta primeiro).

Dessa forma, o agente pode (por meio da emissão do sinal), antes de o principal ofertar o contrato, influenciar as crenças do principal sobre sua verdadeira identidade.

A governança corporativa pode ser comparada, então, a um tipo de sinalização, uma vez que esta prática indica aos investidores que a empresa implementará “um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (BORGES & SERRÃO, 2005, p. 113).

Assim, os mercados financeiros tendem a aumentar a sua eficiência no sentido semiforte¹ definido por Fama (1970), uma vez que um maior conjunto de informações torna-se publicamente disponível com a adoção de práticas de governança corporativa, ao sinalizar a situação econômico-financeira das empresas a partir de um conjunto mais abrangente e transparente de informações.

A esse respeito, estudo da OCDE (2003) destaca que o mecanismo de sinalização gerado pelas boas práticas de governança corporativa caracteriza-se como fator importante para o aumento na eficiência informacional do mercado de capitais, ao permitir que os agentes possam adquirir, a custo reduzido, um maior conjunto de informações a respeito da situação econômico-financeira e as perspectivas futuras das empresas. Este aspecto também é enfatizado por Haugen (1997) que destaca o conteúdo informacional de práticas de divulgação de informações, tornando-as publicamente disponíveis, fazendo com que firmas mais transparentes tenham a possibilidade de obter recursos – seja via emissões primárias de ações ou debêntures – a um custo menor, pois os preços correntes refletem da maneira mais eficiente possível a expectativa dos fluxos de caixa futuros, fato que é característico de mercados informacionalmente eficientes. Tal mecanismo tende a gerar, então, maior eficiência na precificação das ações das empresas que adotam princípios de governança corporativa, possibilitando a alocação eficiente de recursos e a otimização de decisões de investimento por parte dos gestores das empresas que adotam tais práticas, uma vez que os mesmos tendem a captar recursos a um “preço justo”, resultante da

¹ Segundo Fama (1970), um mercado que é eficiente na forma semiforte é aquele no qual toda a informação publicamente disponível já está refletida nos preços, ao passo que a eficiência na forma forte é aquela em que toda a informação – pública e privada – é refletida nos preços.

informação associada ao seu grau de transparência informacional.

A seguir, são apresentadas as questões sobre teoria de agência, que se encontra dentro da discussão sobre informação assimétrica e tem interação com o tema governança corporativa. Esse tema ganhou notoriedade mundial com os grandes escândalos financeiros, envolvendo diversas corporações nos Estados Unidos (EUA), que causaram sérios prejuízos ao mercado e despertaram a atenção da sociedade em geral para a relevância desse assunto (BORGES & SERRÃO, 2005).

2.3 Teoria de Agência

De acordo com Gitman (2004), a meta da administração financeira deve ser a maximização da riqueza dos proprietários das empresas. No caso das companhias de capital aberto, os proprietários são os acionistas. No enfoque deste trabalho, uma forma de maximizar a riqueza dos acionistas é que a empresa possua melhor valorização da ação que, conseqüentemente, produzirá maior rentabilidade da mesma. Na teoria, os administradores financeiros concordariam com a meta de maximização da riqueza dos proprietários. Na prática, porém, os administradores também se preocupam com a própria riqueza, com a segurança do emprego e com benefícios indiretos. Tais preocupações podem fazer com que eles relutem em assumir riscos muito elevados, caso achem que isso possa ameaçar seu emprego ou reduzir sua riqueza pessoal. Os resultados seriam um retorno inferior ao máximo possível e uma perda provável de riqueza dos acionistas.

Esse conflito entre objetivos de proprietários (acionistas) e de administradores (gestores) decorre do que tem sido chamado de problema de agência que, segundo Gitman (2004), consiste na possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa. Ou seja, o problema de agência ocorre quando o agente, que deveria agir sempre no melhor interesse do principal (razão pela qual é contratado), age tendo em vista o seu melhor interesse, isto é, tendo em vista maximizar sua utilidade pessoal (SILVEIRA, 2002).

Segundo Jensen & Meckling (1994), nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função utilidade que não seja sua, isto é, seu comportamento está fundamentado em seu próprio conjunto de preferências e, por sua vez, em seus objetivos. Dessa forma, cria-se o ambiente para a hipótese fundamental da teoria da agência: a inexistência do agente perfeito. Essa hipótese, por sua vez, abre espaço para a existência de incongruências entre o comportamento

desejado pelo principal e o efetivamente apresentado pelo agente.

Feitas essas considerações, verifica-se que quando o mesmo indivíduo acumula as funções de acionista e administrador, não há conflitos de interesse possíveis. O problema de agência surge na medida em que propriedade e controle se separam (SILVEIRA, 2002).

Nesse sentido, como ambas as partes procuram maximizar sua utilidade, surgem conflitos, pois os interesses dos que administram a propriedade nem sempre coincidem com os de seu titular.

Lambert (2001), citado por Lanzana (2004), aponta que esses conflitos de interesses ocorrem devido às seguintes razões: a) aversão ao esforço por parte do agente, que pode desviar recursos para seu consumo pessoal; b) horizontes de tempo diferentes (agente pode não estar tão preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia) e c) diferente nível de aversão ao risco por parte do agente.

Para minimizar esses conflitos, devem ser criados mecanismos (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas. Assim, incorre-se em custos de agência, que incluem custos de monitoramento pelo principal, custos de comprometimento do agente e perda residual (JENSEN & MECKLING, 1976).

Silveira et al. (2006) confirmam que a minimização dos prejuízos causados por esses conflitos de interesses depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores com o dos acionistas. Estes autores afirmam que este conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle é denominado de governança corporativa.

Garcia (2005) afirma que a necessidade de melhores práticas de governança corporativa nasce como uma forma de resposta a esse conflito e visa evitar a expropriação da riqueza do acionista pelos gestores.

2.4 Governança corporativa

Governança corporativa é um movimento que visa democratizar o relacionamento entre os acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, incentivando o fortalecimento do poder do conselho de administração na tomada de decisões.

De maneira geral, governança corporativa visa responder à seguinte pergunta básica: Quais são os mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos das companhias garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento? Mais especificamente para o Brasil,

quais são os mecanismos que podem proteger os investidores externos, sejam eles acionistas minoritários ou credores de longo prazo, da expropriação pelos gestores e acionistas controladores? Como o alto executivo garantirá que tomará as decisões no melhor interesse de todos os investidores da corporação? Como garantirá que as informações prestadas pela companhia são precisas e transparentes? (SILVEIRA, 2003).

De acordo com um relatório da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o conselho de administração das empresas deve agir sempre com base em quatro princípios: *fairness*, que significa a justiça e equidade nos relacionamentos entre os acionistas, evitando que os majoritários sejam beneficiados em detrimento dos minoritários; *disclosure*, que é a transparência dos dados relativos às empresas, evitando a ocorrência de informações privilegiadas; *accountability*, que é a responsabilidade pela prestação de contas; e *compliance*, que é o estrito cumprimento da lei (COTRIM, 2006).

Cerda (2000) compartilha desta indicação da OCDE, ao afirmar que um sistema de governança corporativa tem dois objetivos essenciais: prover uma estrutura eficiente de incentivos para a administração da empresa, visando a maximização de valor e estabelecer responsabilidades e outros tipos de salvaguardas para evitar que os gestores promovam qualquer tipo de expropriação de valor, em detrimento dos acionistas e demais partes interessadas.

Corroborando a linha de discussão, Paludo (2004) relata que a governança corporativa constitui, basicamente, na aplicação de políticas que ofereçam ao acionista uma informação mais clara do posicionamento estratégico da empresa e das atitudes de seus administradores, de maneira que estes últimos tenham objetivos que caminhem na mesma direção dos sócios-proprietários. Ou seja, a governança corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal (MILLSTEIN, 1998).

Neste contexto, os mecanismos de governança corporativa envolvem quatro categorias de forças de controle sobre uma empresa, quais sejam: o ambiente legal, político e regulatório; o mercado de capitais e de fusões e aquisições; o mercado competitivo do setor de atuação e os mecanismos internos (JENSEN, 1993).

Com base nas perspectivas apresentadas a respeito da governança corporativa, Silveira et al. (2006) partiram

da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Estes autores verificaram que, em todas as abordagens utilizadas no estudo (regressões múltiplas por mínimos quadrados ordinários, variáveis instrumentais e sistema de equações simultâneas), há influência positiva da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas.

Coadunando com a conclusão de Caselani et al. (2004), Malieni Júnior (2003), Ribeiro Neto & Famá (2006) e Silveira et al. (2006) também constataram que companhias com os maiores níveis de transparência criavam maior valor para o acionista, refletindo no preço da ação cotada no mercado brasileiro.

Na opinião de Durnev & Kim (2003), as oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade são os três principais atributos que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança. Estes mesmos autores mencionam que as empresas com melhores práticas de governança são mais valorizadas pelo mercado e a adoção de melhores práticas de governança é mais relevante em países com fraca proteção legal aos investidores.

A constatação, de Durnev & Kim (2003), de que as empresas com melhores práticas de governança são mais valorizadas pelo mercado foi confirmada por Carvalho (2003) que detectou que a migração para os níveis de governança corporativa na Bovespa tem impacto sobre a valorização das ações, aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez.

Do ponto de vista da teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Este problema é pertinente no Brasil porque nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo que exerçam. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos de empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (decorrentes de muito poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal) ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses) (IBGC, 2006).

Nesse sentido, Melo (2005) menciona que empresas que adotam um sistema de governança que proteja os

investidores tendem a ser mais valorizadas pelo mercado porque os investidores reconhecem que o retorno do capital empregado será usufruído com equidade. Essa situação conduz a uma confiança maior por parte dos investidores, aumentando a procura pelas ações da empresa e acarretando a diminuição do custo de capital. Leal et al. (2004), citados por Melo (2005), confirmam que a implementação de políticas que incentivem essas práticas de governança corporativa pode reduzir o custo de capital de empresas de capital aberto.

A governança corporativa serve como proteção, não apenas aos acionistas, mas também a outras partes interessadas na companhia. Além disso, a adoção de práticas diferenciadas de governança agrega valor administrativo e gerencial às empresas como um todo, o que beneficia, inclusive, a própria sociedade, que ganha não apenas com a continuidade, mas com o melhor desempenho das empresas (MALIENI JÚNIOR, 2003).

Assim, como alternativa para se assegurar transparência e independência das decisões, uma das propostas mais discutidas como práticas diferenciadas de governança foi a presença de conselheiros independentes ou externos (MALIENI JÚNIOR, 2003). O reconhecimento da importância da presença de conselheiros externos pode ser também verificado por Freitas (2003), quando destaca a necessidade de que o conselho possua um número relevante de conselheiros independentes, isto é, conselheiros sem prévios vínculos, diretos ou indiretos, com a companhia ou suas subsidiárias, que não sejam acionistas, não exerçam qualquer cargo de diretoria, enfim, que sejam imparciais na gestão da sociedade. Isso porque conflitos de interesses existem e é inevitável a parcialidade do conselheiro quando seus interesses estão inseridos nos negócios sociais.

A seguir serão apresentados os aspectos metodológicos da pesquisa.

3 METODOLOGIA

3.1 Coleta de dados e unidades de análise

Selecionaram-se, da base de dados da Economática®, as informações das empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, ou BOVESPA, com ações de maior liquidez, no período de março/2005 a março/2006, que possuíam as classificações: companhia nível 1, companhia nível 2, novo mercado e demais empresas que não implantaram governança corporativa. Buscou-se trabalhar com o período mencionado na intenção de analisar os últimos doze meses,

contados a partir da data de realização da pesquisa. Compreendeu-se que, assim, trabalhar-se-ia com dados mais próximos da situação atual.

A utilização das companhias com ações de maior liquidez acata sugestão do trabalho de Silveira et al. (2006) que afirmam que as ações de empresas com liquidez muito baixa possuem probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado.

Uma parte da amostra é composta por todas as empresas que apresentavam níveis diferenciados de governança corporativa, no total de 65 empresas. A outra é composta por 65 companhias que não possuíam esta prática. Obteve-se, assim, uma amostra total de 130 empresas. Deste total, 21 empresas pertencem à classificação novo mercado; 32 companhias são de nível 1 e 12 companhias, do nível 2. Para a seleção das 65 empresas que não têm prática de governança corporativa, construiu-se uma tabela de números aleatórios para a determinação das empresas que comporiam a amostra.

Os níveis diferenciados de governança corporativa mencionados foram definidos em dezembro de 2000, pela Bolsa de Valores de São Paulo. São segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (BOVESPA, 2006).

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias entre outros benefícios.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Porém, esta não é a única. A adesão a essas práticas de governança distingue a companhia como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa:

Nível 1: práticas diferenciadas de governança corporativa, que contemplam basicamente regras de transparência e dispersão acionária;

Nível 2: além das regras de transparência e dispersão acionária exigidas no Nível 1, contempla também as de

equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários.

Novo Mercado: conjunto ainda mais amplo de práticas de governança. A grande diferença do Novo Mercado para os Níveis é a proibição de emissão de ações preferenciais: no Novo Mercado, as empresas devem ter somente ações ordinárias (BOVESPA, 2006).²

A participação no novo mercado traz benefícios tanto para as empresas quanto para o investidor. A vantagem para as empresas participarem é que as mesmas deverão conseguir melhor precificação de suas ações, obtendo, dessa forma, menores custos de captação, com base no pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência. Para o investidor, a vantagem é a maior segurança e a oportunidade de comprar o que a Bovespa denomina “produto ação diferenciado”, pois são negociadas apenas ações com direito a voto (ordinárias) que permitem ao investidor participar e acompanhar a evolução da companhia (DARÓS PEIXE, 2003).

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 (IBGC, 2006).

3.4 Modelo analítico

3.4.1 Análise de Variância (ANOVA)

De acordo com Levine et al. (2000), a análise de variância (ANOVA) pode ser usada para testar a igualdade entre três ou mais médias populacionais, utilizando-se dados obtidos por estudos observacionais ou experimentais.

Com base na amostra, testou-se se a média das variáveis rentabilidade, liquidez, volatilidade e ativo total, entre as companhias listadas na Bovespa, eram estatisticamente diferentes entre os níveis diferenciados de governança corporativa e o mercado tradicional. Dessa forma, testaram-se, para cada uma das variáveis mencionadas, as seguintes hipóteses:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_k$$

$$H_a: \text{nem todas as médias são iguais}$$

Se H_0 é rejeitado, não se pode concluir que todas as médias são diferentes. Rejeitar H_0 significa que pelo menos uma média populacional tem valor diferente.

Inicialmente, conforme apresentam Levine et al. (2000), é importante apresentar:

a) Um tratamento entre grupos da estimativa de σ^2 é conhecido como quadrado da média devido ao tratamento denotado por MSTR (*mean square due to treatments*).

$$MSTR = \frac{\sum n_j (\bar{x}_j - \bar{\bar{x}})^2}{k - 1}$$

O numerador do MSTR é a soma dos quadrados devido aos tratamentos e é denotado por SSTR (*sum of squares due to treatments*). O denominador do MSTR representa os graus de liberdade associados à SSTR

b) A estimativa de σ^2 baseada na variação das observações amostrais dentro de cada amostra é definida como sendo o erro quadrado médio e é denotado por MSE (*mean square error*).

$$MSE = \frac{\sum_{j=1}^k (n_j - 1) s_j^2}{n_T - k}$$

O numerador do MSE é a soma dos quadrados dos erros e é denotada por SSE (*sum of squared errors*). O denominador do MSE representa os graus de liberdade associados com o SSE.

3.4.1.1 Comparando as estimativas de variância: O Teste F

Se a hipótese nula é verdadeira e as hipóteses da ANOVA são válidas, a distribuição amostral de MSTR/MSE é uma distribuição F ($F = MSTR/MSE$) com os graus de liberdade (g.l.) de MSTR iguais a $k - 1$ e os g.l. do MSE iguais a $n_T - k$.

Se as médias das k populações não são iguais, o valor de MSTR/MSE será inflado porque o MSTR superestima σ^2 .

Assim, rejeita-se H_0 se o valor resultante de MSTR/MSE parecer muito grande para ter sido selecionado aleatoriamente de uma distribuição F apropriada. Ou seja:

Rejeitar H_0 se $F > F_{\alpha}$
em que o valor de F_{α} é baseado em uma distribuição F com $k - 1 / n_T - 1$ graus de liberdade.

3.4.2 Teste *t* de Student para diferença de médias

É comum que pesquisadores trabalhem com amostras que contenham pequeno número de observações. Embora os resultados baseados em amostras pequenas possam ser convenientes se não necessários, dada a dificuldade de colher amostras maiores, eles podem comprometer de forma séria as conclusões, se sua interpretação for associada à área sob a curva normal. Este “afastamento da normalidade” na distribuição de diferenças pode ser compensado estatisticamente mediante o uso da estatística *t*.

O teste *t* de Student é utilizado para determinar se duas amostras poderão ser provenientes de duas populações subjacentes que possuem a mesma média. Para operacionalização deste teste, pode-se pressupor que: a) as médias dos dois conjuntos de dados são equivalentes, ou seja, a variância é igual de duas amostras (homoscedástica), b) que as médias dos dois conjuntos de dados não são equivalentes, ou seja, a variância desigual de duas amostras (heteroscedástica) ou, ainda, c) o teste *t* para duas amostras em par, quando houver um emparelhamento natural de observações nas amostras, como no caso em que um grupo é testado duas vezes — antes e depois de um experimento.

De acordo com Levine et al. (2000, p. 375):

nas situações em que não podemos ou não desejamos partir dos pressupostos de que as duas populações com variâncias iguais sejam normalmente distribuídas, o teste *t* de variância combinada é robusto (isto é, não sensível) a distanciamientos moderados do pressuposto de normalidade, desde que o tamanho da amostra seja grande³. Em tais situações, o teste *t* de variância combinada pode ser utilizado sem causar sérios efeitos na sua eficácia.

Neste trabalho, com base na afirmação acima, optou-se por utilizar a análise dos dados para o teste *t* de duas amostras, na pressuposição de variância não equivalentes, que foi operacionalizado via MS Excel.

Dessa forma, foi testada a hipótese nula do tipo:

$$H_0: \mu = \mu_0$$

$$H_A: \mu \neq \mu_0$$

Ou seja, para cada variável rentabilidade, liquidez, volatilidade e ativo total, verificou-se se, entre cada classificação (novo mercado, nível 1, nível 2, sem GC), testadas duas a duas, as médias foram iguais ou diferentes.

Nesse caso, a regra de decisão é

Rejeitar H_0 se

$$t > t_{n-1, \alpha/2} \quad \text{ou} \quad t < -t_{n-1, \alpha/2}$$

em que $t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{s/\sqrt{n}}$ segue uma distribuição *t* de Student

com $n-1$ graus de liberdade e $|t_{n-1, \alpha/2}|$ é o valor crítico da distribuição *t* com $n-1$ g.l., a um nível α de significância.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Com base nos dados da Tabela 1, pode-se afirmar, pelo valor *P* da estatística *F*, que nem todas as médias da variável rentabilidade são iguais entre as categorias estudadas. Esta hipótese está já esperada, pois, conforme discutido, os mecanismos de governança corporativa buscam minimizar os problemas de agência, além de sinalizar para os investidores que a organização será gerenciada em consonância com os interesses dos mesmos. Destarte, espera-se que as empresas com melhores níveis de governança corporativa, na seguinte classificação: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, exerçam influência positiva significativa estatisticamente sobre a rentabilidade das ações, se comparadas às empresas denominadas “sem governança corporativa”.

Apesar de a ANOVA indicar a média da rentabilidade de cada categoria, conforme está demonstrado na Tabela 1, este modelo analítico não nos permite fazer inferência comparativa sobre a magnitude das mesmas, pois ele apenas informou que pelo menos uma das categorias possui média diferente.

Para demonstrar as comparações das médias da rentabilidade das ações entre as categorias, realizou-se o teste *t* de Student par-a-par, cujos resultados encontram-se na Tabela 2. Inicialmente, pode-se afirmar que, no período 03/2005 a 03/2006, a diferença entre as médias de rentabilidade das ações para as companhias abertas classificadas como Novo Mercado e Nível 1 não foi estatisticamente significativa, indicando que não se pode inferir que as rentabilidades foram diferentes, apesar das médias obtidas de 0,46 e 0,25, respectivamente.

Como o objetivo do trabalho não consiste em avaliar as diferenças entre os níveis de governança corporativa, estes resultados não comprometem a discussão.

As médias para o indicador de rentabilidade no período de análise, entre Novo Mercado e Nível 2 e entre companhias Nível 1 e Nível 2, com base no teste *t*, foram consideradas iguais estatisticamente (Tabela 2). Em outras palavras, no período analisado, as empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentaram retornos

³De acordo com Newbold (1995), o número de observações amostrais é suficientemente grande quando $n \geq 30$.

TABELA 1 – Resultados da análise da variância da variável rentabilidade das ações das companhias abertas brasileiras, componentes da amostra, período de 03/2005 a 03/2006

Teste ANOVA – variável: Rentabilidade				
Estatística F		Valor de F		Valor P
		3,216293		0,0262
Categorias	Obs.	Média	Desvio padrão	Erro padrão da média
Novo Mercado ⁴	11	0,457084	0,666741	0,201030
Nível 1 ⁵	32	0,247712	0,337644	0,059688
Nível 2 ⁶	10	0,414911	0,277977	0,087904
Sem GC ⁷	48	0,080228	0,481017	0,069429

TABELA 2 – Resultados do test *t* de Student para diferença de média, presumindo variâncias diferentes, para a variável rentabilidade das ações, componentes da amostra, das companhias abertas brasileiras, no período de 03/2005 a 03/2006.

Categorias analisadas	t crítico bicaudal	Probabilidade
NM vs N1	2,178812792	0,337784151
NM vs N2	2,144788596	0,85033443
NM vs SGC	2,178812792	0,101772819
N1 vs N2	2,100923666	0,132995625
N1 vs SGC	1,990847522	0,071182017
N2 vs SGC	2,073875294	0,006783261

Fonte: Dados da pesquisa
vs = versus

médios similares. Confrontando com a teoria de assimetria de informação, é plausível assumir, com base nos resultados, que empresas que buscam divulgar seus demonstrativos contábeis, fluxos de caixa, e que realizam reuniões públicas periódicas com analistas e investidores, entre outras atitudes, ampliam a disseminação de informações referentes às suas perspectivas econômico-financeiras, gerando, assim, menor assimetria de informação entre os agentes.

Por outro lado, constatou-se, pelo test *t* de Student (Tabela 2), que a média do indicador de rentabilidade para

empresas classificadas como Novo Mercado é diferente da média das empresas sem governança corporativa. Conforme Tabela 1, a média para empresas com classificação “Novo Mercado” (0,46) foi superior à daquelas sem governança corporativa (0,08), ou seja, empresas com maior nível de transparência - menor assimetria de informação - apresentaram maior retorno. Esse resultado se confirmou, na comparação entre empresas nível 1 e “sem GC” e entre empresas nível 2 e “sem GC”, pois as médias foram estatisticamente diferentes.

Tais resultados são compatíveis com a pressuposição da pesquisa, pois se pode inferir que as empresas “sem governança corporativa” possuem maiores níveis de assimetria de informação, fato que afeta a percepção dos investidores, refletindo em uma menor rentabilidade.

5 CONCLUSÕES

A governança corporativa é um parâmetro importante para a avaliação de assimetria de informação nas empresas, fato que permitiu avaliar se as companhias com tais práticas apresentavam maior rentabilidade da ação.

Nesse sentido, foi realizada uma revisão de literatura, enfocando as contribuições de autores que associassem a assimetria de informação e eficiência de mercado, a teoria da agência e governança corporativa. A partir dessa fundamentação teórica, tornou-se evidente que a governança corporativa funciona como mecanismo de incentivo e controle, no intuito de minimizar os conflitos de agência resultantes da separação entre propriedade e controle, refletindo em um maior nível de transparência e menor assimetria de informação. Isso possibilita um melhor desempenho das empresas que aderem a alguma categoria de governança corporativa.

⁴ NM

⁵ N1

⁶ N2

⁷ Sem GC – indica as companhias tradicionais listadas na BOVESPA que não se encontram em nenhum dos níveis de governança corporativa.

Com base na análise de variância, percebeu-se, pelo teste F, que nem todas as médias da variável rentabilidade foram idênticas entre as categorias analisadas. Sendo assim, recorreu-se ao teste t-Student para identificar as combinações entre as categorias e as variáveis estudadas que apresentaram diferença de média. Em conformidade com a teoria, constatou-se que a média do indicador de rentabilidade para empresas que pertencem aos diferentes níveis de governança corporativa foi superior à média das empresas sem governança corporativa.

Considerando os resultados encontrados, a principal limitação da pesquisa está associada à heterogeneidade das empresas componentes da amostra, seja com relação aos setores em que as mesmas atuam (financeiros e não-financeiros) ou ao fato de que as práticas de governança corporativa tenham sofrido alterações durante o período analisado.

Para trabalhos futuros, sugere-se que sejam adotados outros modelos para análise da relação entre governança corporativa e outros direcionadores de valor das empresas, tais como EBITDA, lucro operacional e lucro líquido. Estes podem ser avaliados em um horizonte temporal mais abrangente, permitindo a utilização de dados em painel, para se fazer inferências não apenas sobre empresas que possuem ou não possuem governança corporativa, mas também detectar se existe diferença de rentabilidade entre as empresas que se encontram em algum dos níveis de governança. Pois, *a priori*, existem evidências de níveis de assimetria de informação diferenciados entre os três níveis: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. de B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.

BOVESPA. **Níveis de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 18 abr. 2006.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. A. *Disclosure quality and the probability of informed trade*. **Working Paper, Emory University and Northwestern University**, 2001.

CASELANI, C. N.; GARCIA, F. G.; SATO, L. G. O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS,

4., 2004, Rio de Janeiro, RJ. **Anais...** Rio de Janeiro, RJ, 2004. CD-ROM.

CARVALHO, A. G. de. Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, São Paulo, SP. **Anais...** São Paulo, SP, 2003. CD-ROM.

CERDA, A. C. **Tender offers, takeovers and corporate governance**. São Paulo, SP: The Latin America Corporate Governance Roundtable, 2000.

COTRIM, A. L. **Aspectos gerais da governança corporativa**: prêmio IBGC de monografias em governança corporativa em 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=332&IDp=10>>. Acesso em: 19 abr. 2006.

DARÓS PEIXE, F. C. **Novo mercado**: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. 2003. 98 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, Sept. 1991.

DURNEV, A.; KIM, H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **NBER Working Paper**, Apr. 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=318719>. Acesso em: 15 mar. 2005.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, May 1970.

FREITAS, F. L. B. de. **Governança corporativa no Brasil**: atualidade e perspectivas da moralização do mercado de capitais: prêmio IBGC de monografias em governança corporativa em 2003. 2003. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=332&IDp=10>>. Acesso em: 19 abr. 2006.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. Rio de Janeiro, RJ: Qualitymark, 2002.

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

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

HAUGEN, R. **Modern investment theory**. 4. ed. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/home.asp>>. Acesso em: 18 abr. 2006.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, July 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, p. 305-360, Oct. 1976.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 154 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro, RJ: LTC, 2000.

LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais...** Brasília, DF, 2005. CD-ROM.

MALIENI JÚNIOR, W. **Práticas de governança corporativa e geração de valor aos acionistas**. 2003. 195 p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2003.

MELO, P. B. de. **A governança corporativa e a agregação de valor ao preço das ações das empresas do setor alimentos: carnes e derivados da Bovespa**. 2005. 144 p. Dissertação (Mestrado em Administração - Modalidade Profissionalizante da FEAD) - Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2005.

MILLSTEIN, I. M. **Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets**. Paris: OECD, 1998.

NEWBOLD, P. **Statistics for business and economics**. Upper Saddle River: Prentice Hall, 1995.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina**. Tradução de Pinheiro Neto Advogados. Danvers, 2003. Disponível em: <<http://www.oecd.org/document/>>. Acesso em: 10 nov. 2006.

PALUDO, M. R. **Governança corporativa: uma alternativa para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. 2004. 77 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO. **Introdução**: certificação digital nº 0116384/CA. Disponível em: <http://www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br/cgi-bin/PRG_0599.EXE/4229_2.PDF?NrOcoSis=9187&CdLinPrg=pt>. Acesso em: 5 abr. 2006.

QUINTEIRO, L. G.; MEDEIROS, O. R. de. Evidenciação contábil e volatilidade dos retornos das ações no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais...** Brasília, DF, 2005. CD-ROM.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo ORSA: estudo de caso finanças. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO, 6., 2006, São Paulo, SP. **Anais...** São Paulo, SP, 2006. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/6semead/Finan%E7as.htm>>. Acesso em: 19 abr. 2006.

SILVA, C. A. T.; CUPERTINO, C. M.; OGLIARI, P. R. Avaliando a queda de uma gigante: o caso Enron. In: CLADEA 2002, 37., 2002, Porto Alegre, RS. **Anais...** Porto Alegre: Assembléia do Conselho Latino-Americano de Escolas de Administração, 2002.

SILVEIRA, A. di M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. di M. **Governança corporativa: conceitos e panorama no Brasil**. 2003. Disponível em: <www.apimecmg.com.br>. Acesso em: 16 abr. 2006.

SILVEIRA, A. di M. da; BARROS, L. A. B. C. de; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003.

SILVEIRA, A. di M. da; BARROS, L. A. B. C. de; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, 2006.

SCHMIDT, P.; GOMES, J. M. M.; SANTOS, J. L. dos; FERNANDES, L. A.; MACHADO, N. P.; PINHEIRO, P. R. Evidenciação de ativos intangíveis: uma forma de minimizar os problemas causados pela seleção adversa. In: ENANPAD, 29., 2005, Brasília, DF. **Anais...** Brasília, DF, 2005. CD-ROM.

TAYLOR, S. J. **Asset price, dynamics, volatility and prediction**. New Jersey: Princeton University, 2005.

ANEXO – Empresas que compuseram a amostra

Empresas Nível 1	Empresas Nível 2	Novo Mercado
Alpargatas	ALL America Latina	CCR Rodovias
Aracruz	Celesc	Company
Arcelor BR	Eletropaulo Metropo	Copasa MG
Bradespar	Eternit	Cosan
Brasil T Par	Gol	CPFL Energia
Brasil Telecom	Marcopolo	Cyrela Realt
Braskem	Net	Dasa
Cedro	Saraiva Livr	Energias BR
Cemig	Suzano Petroquim	Gafisa
Cia Hering	TAM	Grendene
Confab	Universo Online	Light
Duratex	Vivax	Localiza
Fras-Le		Lojas Renner
Gerdau		Natura
Gerdau Met		OHL Brasil
Iochp-Maxion		Renar Macas
Itausa		Rossi Resid
Klabin		Sabesp
Mangels		Submarino
Pao de Açúcar		Totvs
Perdigão		Tractebel
Randon Part		
Ripasa		
Sadia AS		
Suzano Papel		
Transmissao Paulist		
Ultrapar		
Unipar		
Vale Rio Doce		
Vigor		
Votorantim C P		
Weg		

Fonte: Economática®

Empresas que não se encontram em nenhum dos níveis de governança corporativa	
Acesita	Livraria Globo
Alfa Holding	Lix da Cunha
Amazônia Celular	Loj Americanas
Ambev	Magnesita
Ampla Energ	Marisol
Avipal	Metal Leve
Battistella	Metisa
Café Brasília	Micheletto
Caraiba Metais	Minasmaquinas
CBC Cartucho	Mundial
CEB	Nadir Figueiredo
Cesp	Petroquímica União
Coelba	Pettenati
Const Beter	Plascar
Contax	Polialden
Coteminas	Pronor
Embraer	Rail Sul
Estrela	Sanepar
Ferbasa	Santanense
Ferragens Haga	Santista Têxtil
Ferrovia Centro Atl	Sauipe
Fertibras	Schlosser
Forjas Taurus	Tele Leste Celular
Gazola	Telebras Remanesc
Globex	Telefonica Data Hld
Granoleo	Telemar-Tele NL Par
Hercules	Telemig Celul Part
Inds Romi	Telesp Operac
Ipiranga Ref	Usiminas
Itaitinga	Caemi
Kepler Weber	Vicunha Têxtil
Leco	Wlm Ind Com
LightPar	

Fonte: Economática®