

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO E NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
LISTADAS NO N1, N2 E NOVO MERCADO DA BOVESPA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**Maria Dolores Pohlmann Velasquez**

**Santa Maria, RS, Brasil**

**2008**

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO  
DESEMPENHO E NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
LISTADAS NO N1, N2 E NOVO MERCADO DA BOVESPA**

**por**

**Maria Dolores Pohlmann Velasquez**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do  
Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de Concentração em  
Estratégia e Competitividade, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM,  
RS), como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Administração.**

**Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr. Kelmara Mendes Vieira**

Santa Maria, RS, Brasil

2008

**Universidade Federal de Santa Maria  
Centro de Ciências Sociais e Humanas  
Programa de Pós-Graduação em Administração**

A Comissão Examinadora, abaixo assinada,  
aprova a Dissertação de Mestrado

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO E NA  
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NO N1, N2 E NOVO  
MERCADO DA BOVESPA**

elaborada por  
**Maria Dolores Pohlmann Velasquez**

como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Administração**

**COMISSÃO EXAMINADORA:**

---

**Prof<sup>a</sup>. Dr. Kelmara Mendes Vieira (UFSM)**  
(Presidente/Orientadora)

---

**Prof. Dr. Paulo Sérgio Ceretta (UFSM)**  
Primeiro examinador

---

**Prof<sup>a</sup>. Dr. Anaelena Bragança de Moraes (UFSM)**  
Segunda examinadora

Santa Maria, 16 de dezembro de 2008.

*Dedico este trabalho a todos aqueles que acreditam serem  
os obstáculos difíceis, mas não impossíveis.*

## **Agradecimentos**

À Universidade Federal de Santa Maria, nas pessoas do Magnífico Reitor Prof. Clóvis Silva Lima e do Prof. Dr. Breno Augusto Diniz Pereira, pioneiros na concessão de vagas especiais aos técnicos administrativos dessa instituição, pela oportunidade.

À Prof. Dr. Kelmara Mendes Vieira, que faz da docência um verdadeiro ministério, pelo conhecimento, interesse, dedicação e valiosa orientação.

Ao Diretor do Departamento de Material e Patrimônio, nas pessoas do Sr. Cont. José Carlos Segalla e Jayme Worst e demais colegas daquele departamento, pela compreensão durante o período do meu afastamento.

Ao Prof. Dr. Paulo Sérgio Ceretta, membro da banca, pelos brilhantes ensinamentos e contribuições sugeridas por ocasião da defesa do projeto desta dissertação.

As colegas do curso, especialmente a Ana Ester, Débora, Lisiane, Kathiane e Vanderleia, pelo convívio, motivação e constante apoio.

À minha família, pelo carinho.

## RESUMO

Dissertação de Mestrado  
Programa de Pós-Graduação em Administração  
Universidade Federal de Santa Maria

### **A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO E NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NO N1, N2 E NOVO MERCADO DA BOVESPA**

Autora: Maria Dolores Pohlmann Velasquez

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr. Kelmara Mendes Vieira

Data e Local da Defesa: Santa Maria, 16 de dezembro de 2008.

O assunto governança corporativa é amplo, mas de forma geral relaciona-se à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e partes interessadas (*stakeholders*), como clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, etc. A governança tornou-se alvo de interesse das organizações quando os empresários avistaram que suas práticas poderiam contribuir para resolver as divergências entre os diretores e acionistas, geradas pela diluição da propriedade das ações. No Brasil, como exemplo de políticas mais rígidas de governança corporativa, tem-se o Novo Mercado, o Nível 1 e Nível 2, criados pela Bovespa. O presente estudo objetiva avaliar se a adoção de práticas de governança corporativa altera a estrutura de capital e o desempenho das empresas. A amostra totaliza 84 empresas, possuidoras de ações negociadas na Bovespa, e listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado até 31 de dezembro de 2006. A pesquisa descritiva, de cunho quantitativo, utiliza testes de diferenças com vistas a identificar o período de ocorrência do efeito governança. A partir da identificação do efeito, foi aplicada a regressão linear múltipla, com o propósito de avaliar se a governança corporativa influencia as variações na estrutura de capital e no desempenho das empresas. As informações constantes dos relatórios de administração divulgados pela BOVESPA foram condensadas num índice de governança que, juntamente com o percentual de ações do acionista controlador, percentual de ações do maior acionista, percentual de ações dos cinco maiores acionistas e a independência do conselho, formam as variáveis independentes. Os construtos relativos ao desempenho empresarial, desempenho de mercado e estrutura de capital são as variáveis dependentes. O resultado mostrou pouca influência exercida pelas variáveis independentes na variável dependente, não se podendo inferir que as práticas de governança corporativa afetam o desempenho e a estrutura de capital das empresas, pelo menos nos limites dessa amostra. Acrescenta-se ainda que, para a maioria dos modelos, a inserção das variáveis de controle não melhorou significativamente a qualidade dos modelos.

**Palavras-chave:** governança; desempenho; estrutura.

## **ABSTRACT**

Dissertação de Mestrado  
Programa de Pós-Graduação em Administração  
Universidade Federal de Santa Maria

### **THE CORPORATIVE GOVERNANCE'S INFLUENCY IN THE PERFORMANCE AND IN THE STRUCTURE OF THE COMPANIES' CAPITAL LISTED ON LEVEL1, LEVEL 2 AND THE NEW MARKET BY BOVESPA**

Autora: Maria Dolores Pohlmann Velasquez

Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr. Kelmara Mendes Vieira

Data e Local da Defesa: Santa Maria, 16 de dezembro de 2008.

Corporate governance is a broad subject, but, generally, it is related to an organization, its relation to shareholders and stakeholders such as customers, employees, suppliers, community, etc. The governance become the focus of the organization's benefits when the entrepreneurs recognize that its practices could contribute to solve divergences between directors and shareholders, generated by the dilutions of the stock market's property. In Brazil, the New Market is as example of a more rigorous politics of corporate governance, the level 1 and level 2, created by Bovespa. This study aims to evaluate if the adoption of corporate governance practices modify the capital's structure and the companies' performance. The sample is formed by 84 Companies, which possess stock markets negotiated by Bovespa and listed on Level1, Level 2 and in New Market until December, 31st, 2006. This is a quantitative and descriptive research. It uses tests of differences to identify the period of the governance's occurrence. From the effect's identification, it was applied a multiple linear regression, aiming to evaluate if the corporate governance influenced the variation in the structure in the Capital and the Companies' performance. The recurrent information from the administrative's report bring out by Bovespa has been organized in a management's index. Furthermore, the independent variables were formed by 5 of the major shareholders, the percentage of stock market of 5 major shareholders and the board's independence. The results showed little influence by the independent variables in the dependent variables. In this case, it can be inferred that the practice of corporate governance affects the performance and the structure of the companies' capital, at least, in this limited sample. In addition, to most of the models used, the insertion of controlling variables did not improve the quality of the models.

**Key-words:** governance; performance; structure

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Distribuição de frequências e percentuais por setor de atividade das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período de 2001 – 2006 .....	64
Tabela 2	Distribuição de frequências e percentuais por natureza do controle das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	65
Tabela 3	Distribuição de frequências e percentuais das variáveis de governança corporativa, relacionadas ao elatório de administração das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período de 2001 – 2006 .....	66
Tabela 4	Distribuição de frequências e percentuais das variáveis de governança corporativa, relacionadas às informações anuais das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	67
Tabela 5	Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de desempenho empresarial no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	68
Tabela 6	Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de desempenho de mercado no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	69
Tabela 7	Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de estrutura de capital no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa no período 2001 – 2006 .....	71
Tabela 8	Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de governança corporativa no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	73
Tabela 9	Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de controle no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006 .....	74
Tabela 10	Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose, das variáveis de governança corporativa, no período 2000 – 2007 .....	75



Tabela 11	Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de desempenho empresarial, no período 2000 – 2007 .....	76
Tabela 12	Mínimos, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de desempenho de mercado no período 2000 – 2007 .....	78
Tabela 13	Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de estrutura de capital, no período 2000 – 2007 .....	80
Tabela 14	Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de controle, no período 2000 – 2007 .....	83
Tabela 15	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2001 .....	84
Tabela 16	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2001 .....	85
Tabela 17	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2001 .....	86
Tabela 18	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2001 .....	88
Tabela 19	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2001 .....	89
Tabela 20	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2002 .....	90
Tabela 21	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2002 .....	91
Tabela 22	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2002 .....	92
Tabela 23	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2002 .....	93
Tabela 24	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2002 .....	95

Tabela 25	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2003 .....	96
Tabela 26	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2003 .....	96
Tabela 27	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2003 .....	97
Tabela 28	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2003 .....	99
Tabela 29	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2003 .....	100
Tabela 30	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2004 .....	101
Tabela 31	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2004 .....	101
Tabela 32	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2004 .....	102
Tabela 33	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2004 .....	103
Tabela 34	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2004 .....	104
Tabela 35	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2005 .....	105
Tabela 36	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2005 .....	105
Tabela 37	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2005 .....	106
Tabela 38	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2005 .....	107
Tabela 39	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2005 .....	108

Tabela 40	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2006 .....	108
Tabela 41	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2006 .....	109
Tabela 42	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2006 .....	109
Tabela 43	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2006 .....	110
Tabela 44	Teste <i>t</i> de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2006 .....	110
Tabela 45	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no primeiro ano .....	111
Tabela 46	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no primeiro ano .....	112
Tabela 47	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no primeiro ano .....	112
Tabela 48	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no primeiro ano .....	113
Tabela 49	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no primeiro ano .....	113
Tabela 50	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no segundo ano .....	114
Tabela 51	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no segundo ano .....	114
Tabela 52	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no segundo ano .....	114
Tabela 53	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no segundo ano .....	115
Tabela 54	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no segundo ano .....	115
Tabela 55	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no terceiro ano .....	116

Tabela 56	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no terceiro ano .....	116
Tabela 57	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no terceiro ano.....	117
Tabela 58	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no terceiro ano .....	117
Tabela 59	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no terceiro ano .....	117
Tabela 60	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no quarto ano .....	118
Tabela 61	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no quarto ano .....	118
Tabela 62	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no quarto ano .....	119
Tabela 63	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no quarto ano .....	119
Tabela 64	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no quarto ano .....	119
Tabela 65	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no quinto ano .....	120
Tabela 66	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no quinto ano .....	120
Tabela 67	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no quinto ano .....	121
Tabela 68	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no quinto ano .....	121
Tabela 69	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no quinto ano .....	121
Tabela 70	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no sexto ano .....	122
Tabela 71	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no sexto ano .....	122

Tabela 72	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no sexto ano .....	123
Tabela 73	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no sexto ano .....	123
Tabela 74	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no sexto ano .....	123
Tabela 75	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no sétimo ano .....	124
Tabela 76	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no sétimo ano .....	124
Tabela 77	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no sétimo ano .....	125
Tabela 78	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no sétimo ano .....	125
Tabela 79	Teste <i>t</i> e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no sétimo ano .....	125
Tabela 80	Frequência das variações significativas para as variáveis de governança corporativa, do primeiro ao sétimo ano .....	126
Tabela 81	Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho empresarial, de mercado e estrutura de capital no primeiro ano .....	128
Tabela 82	Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa no primeiro ano .....	129
Tabela 83	Valores do coeficientes de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho empresarial, de mercado e estrutura de capital no segundo ano .....	130
Tabela 84	Valores do coeficientes de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa no segundo ano .....	131
Tabela 85	Valores significativos e significância dos coeficientes dos modelos de regressão estimados para o primeiro ano .....	132
Tabela 86	Valores dos coeficientes de determinação ajustados para o primeiro ano .....	133

Tabela 87	Valores significativos e significância dos coeficientes dos modelos de regressão estimados para o segundo ano .....	132
Tabela 88	Valores dos coeficientes de determinação ajustado para o segundo ano .....	134
Tabela 89	Valores e significâncias dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão, estimados para o primeiro ano .....	136
Tabela 90	Valores e significâncias dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão, estimados para o segundo ano .....	137

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Comparativo dos níveis de governança da Bovespa .....	28
Quadro 2	Relações avaliadas e resultados obtidos nos estudos de governança corporativa .....	48
Quadro 3	Segmento das empresas listadas nos níveis N1, N2 e NM da BOVESPA .....	50
Quadro 4	Períodos da amostra .....	52
Quadro 5	Variáveis independentes: governança corporativa .....	53
Quadro 6	Variáveis dependentes: desempenho empresarial .....	55
Quadro 7	Variáveis dependentes: desempenho de mercado .....	55
Quadro 8	Variáveis dependentes: estrutura de capital .....	56
Quadro 9	Variáveis de controle .....	57
Quadro 10	Estrutura teórica do estudo.....	63

## LISTA DE ABREVIATURAS

ROA: retorno sobre o ativo

ROE: retorno sobre o patrimônio líquido

Liq. geral: liquidez geral

Liq. corrente: liquidez corrente

Marg. líquida: margem líquida

Liq. em bolsa: liquidez em bolsa

Endivid. geral: endividamento geral

Financ. ativo: financiamento do ativo

Endiv. de curto prazo: endividamento de curto prazo

Financ. imob.: financiamento do imobilizado

Tang. oper.: tangibilidade das operações

Alav. financ.: alavancagem financeira

Alav. operac.: alavancagem operacional

% de ações do acionista controlador: percentual de ações do acionista controlador

% de ações do maior acionista: percentual de ações do maior acionista

% de ações dos cinco maiores acionistas: percentual de ações dos cinco maiores acionistas

KS: Kolmogorov-Smirnov

DW: Durbin Watson

FIV: Fator de inflação da variância

TOL: Índice de tolerância

EBITIDA: Lucro antes dos juros, imposto de renda, da depreciação e amortização



## LISTA DE APÊNDICES

Apêndice A	Estatísticas descritivas por ano de ingresso .....	150
Apêndice B	Influência das variáveis de governança nominais nas variações das variáveis de estrutura e desempenho .....	168
Apêndice C	Valores e significâncias dos coeficientes dos modelos de regressão estimados, incluindo as variáveis de controle .....	190

## SUMÁRIO

Resumo .....	6
Abstract .....	7
Introdução .....	19
1.1 Problematização .....	20
1.2 Objetivos .....	21
1.2.1 Objetivo Geral .....	21
1.2.2 Objetivos Específicos .....	22
1.3 Justificativa .....	22
1.4 Estrutura da Pesquisa .....	23
2 Revisão da Literatura .....	25
2.1 Governança Corporativa como Prática de Gestão .....	25
2.2 Governança Corporativa, Estrutura de Capital e Desempenho .....	29
3 Aspectos Metodológicos .....	50
3.1 Dados Amostrais .....	50
3.2 Definições das Variáveis .....	52
3.3 Tipo, Abordagem e Métodos de Análise .....	57
4 Análise dos Resultados .....	64
4.1 Descrição da Amostra .....	64
4.1.1 Dados Omissos .....	67
4.2 Estatísticas Descritivas .....	75
4.3 Testes de Diferenças de Médias .....	84
4.4 Variações Anuais das Variáveis .....	111
4.5 Análise das Correlações.....	128
4.6 Estimação dos Modelos de Regressão.....	131
4.6.1 Análise dos Modelos de Regressão .....	136
5. Conclusão .....	139
6. Referências .....	143
7. Apêndices .....	149

## **1 INTRODUÇÃO**

A partir do século XX, o acentuado desenvolvimento do mercado de capitais foi preponderante para o financiamento das empresas privadas, propiciando o surgimento das “corporações”. A abertura de novas formas de financiamento traz à tona questões relacionadas com a estrutura de capital, principalmente no sentido de buscar a melhor decisão de financiamento, e altera a forma de atuação da gestão da empresa, na medida em que passa a ser responsável pelo relacionamento com os investidores. Visando a minimização dos conflitos de interesses, algumas empresas optam pela adoção de práticas de governança corporativa como um meio de harmonizar a relação entre acionistas e gestores, proporcionando aos primeiros uma maior igualdade de direitos e proteção.

O trinômio governança corporativa, estrutura de capital e desempenho insere-se no espaço empresarial e acadêmico como base para a formação de um conjunto de procedimentos e regulamentos que permite aos acionistas um melhor acompanhamento das administrações. Tal mecanismo de controle permite uma sintonia entre os acionistas e seus contratados, cuja forma de atuação caracteriza-se pela governança corporativa. Desse modo, as práticas e os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal objetivam otimizar o desempenho da empresa, facilitando o acesso ao capital (BOVESPA, 2007).

A adoção de melhores práticas de governança corporativa contribui tanto para a otimização do desempenho empresarial quanto para o desempenho no mercado de capitais. O desempenho empresarial, também conhecido como resultado financeiro e obtido com base nas informações contábeis, serve para avaliar a situação econômica e financeira da empresa. Dentre seus principais indicadores, tem-se o giro do ativo, margem líquida, rentabilidade do ativo (ROA) e a rentabilidade do patrimônio líquido (ROE). O desempenho de mercado, direcionado ao mercado de ações refere-se à maior facilidade para obtenção de recursos, maior liquidez e menor custo.

A rentabilidade, uma das medidas de desempenho, é responsável pela sobrevivência das empresas e exerce grande influência nas decisões gerenciais. Para Silva e Moraes (2006),

quanto maior a rentabilidade, menor o nível de substituição dos executivos, o que leva a considerar que uma estrutura de governança satisfatória conduz à melhoria da *performance* empresarial.

O desempenho e a estrutura de capital de uma empresa encontram-se relacionados quando se admite que uma firma rentável e adequadamente administrada não terá problemas de solvência ou de capacidade de pagamento, pois uma liquidez ruim decorre, provavelmente, de uma inadequada rentabilidade passada ou mau redirecionamento de seus lucros (PAVODESE; BENEDICTO, 2005). A relação inversa entre a rentabilidade e o grau de endividamento leva a considerar que um menor endividamento representa maior rentabilidade, que um índice maior de dívidas acarreta menor rentabilidade e, em consequência, maior risco (CABRAL *et al.*, 2003).

Partindo da hipótese de que as práticas de governança corporativa afetam o desempenho das empresas e que o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente ligado a uma boa política de governança, os níveis de governança da BOVESPA são uma alternativa. Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado e os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1 e Nível 2) são segmentos especiais de listagem, desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

A presente pesquisa objetiva identificar a influência da governança na estrutura de capital e no desempenho das empresas que ingressaram nos níveis de governança. Assim, através da análise da estrutura de capital e do desempenho das empresas listadas na BOVESPA, investiga-se a relação entre os elementos operacionais, econômicos e financeiros com vistas a responder a seguinte questão de pesquisa: a adoção das práticas de governança corporativa afeta a estrutura de capital e o desempenho das companhias abertas?

## **1.1 Problematização do estudo**

O ambiente corporativo envolve relações entre proprietários, conselho de administração, diretoria executiva e outras partes interessadas. Aos primeiros, nem sempre cabe a direção da empresa, embora participem do conselho de administração, o que lhes garante certa influência na condução dos negócios. Essa relação pressupõe conflitos de interesses que, segundo Rossetti *et al.* (2008), são resultantes de desvios em relação ao

objetivo de maximizar os interesses dos proprietários, dispersos e ausentes, praticados por gestores oportunistas que buscam maximizar seus próprios interesses. Conforme esses autores, o retorno máximo dos investimentos ocorre a partir do controle dos conflitos e dos custos da agência, considerados raízes históricas da governança corporativa.

Dentre os vários conceitos sobre governança corporativa, considera-se como adequado aos objetivos do estudo o proposto por Goyos Jr. (2003), que a define como um esforço contínuo e organizado de acionistas e executivos, no sentido de se obter o melhor alinhamento de interesses possível.

Com a perspectiva de que tanto os acionistas quanto os credores terão retorno sobre seus investimentos, as variáveis referentes à governança corporativa, em especial as relacionadas ao conselho de administração, à evidenciação das informações contábeis e à auditoria, são investigadas no sentido de verificar as práticas de governança corporativa e sua relação com a estrutura de capital e com o desempenho empresarial e de mercado das empresas pertencentes ao nível 1, nível 2 e Novo Mercado da BOVESPA. Em resumo, o estudo busca identificar se, após o ingresso nos níveis de governança, as empresas modificam seu desempenho e sua estrutura de capital.

## **1.2 Objetivos**

Marion, Dias e Traldi (2002, p. 36) consideram objetivo como

a situação que se deseja obter ao final do período de duração do projeto, mediante a aplicação dos recursos e da realização das ações previstas. Considerados uns como tradução do outro, os objetivos específicos e o geral precisam manter uma coerência entre si e isso pressupõe harmonização e ordenação entre eles.

Levando tal conceito em consideração, esta pesquisa propõe os seguintes objetivos:

### **1.2.1 Objetivo geral**

Avaliar se a adoção das práticas da governança corporativa altera a estrutura de capital e o desempenho das empresas.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- Identificar a estrutura de capital e o desempenho das empresas aderidas ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado antes do ingresso nestes níveis;
- Identificar a estrutura de capital e o desempenho das empresas aderidas ao Novo Mercado, Nível 1 e Nível após o ingresso nestes níveis;
- Comparar a estrutura de capital e o desempenho das empresas nos dois períodos;
- Avaliar se as possíveis alterações da estrutura de capital e o desempenho podem ser explicados pelas práticas de governança adotadas.

### 1.3 Justificativa

Apesar de ter ocorrido mais intensamente a partir da década de 80 nos Estados Unidos, a origem do desenvolvimento da governança corporativa remonta aos idos de 1930, quando Berle e Means já cogitavam a importância de separar a propriedade do controle. No Brasil, as discussões se intensificaram a partir 1990, tornando-se objeto de pesquisas acadêmicas sob os mais diversos enfoques, bases teóricas, conceitos, utilização de suas práticas e características.

O assunto tomou maior relevância quando a sociedade mundial, a partir dos escândalos financeiros ocorridos em 1980, nos Estados Unidos, percebeu a necessidade de governar as empresas buscando-se equacionar os interesses dos dirigentes com os anseios dos acionistas. O assunto é amplo e de forma geral relaciona-se à gestão de uma organização, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e partes interessadas (*stakeholders*), como clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros. Baseia-se em mecanismos de solução para o conflito de agência, decorrente da assimetria de informações e conflito de interesses entre os proprietários e administradores (BORGES; SERRÃO, 2005).

A governança tornou-se alvo de interesse das organizações quando os empresários se deram conta que suas práticas poderiam contribuir para resolver as divergências entre os diretores e acionistas, geradas pela diluição da propriedade das ações. Carlsson (2001), ao comentar a pertinência e importância do tema, considerou o século XIX como o período dos

empreendedores, o século XX como a época do gerenciamento e o século XXI como o que deu vez à governança corporativa.

No contexto internacional, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI) entendem a adoção de boas práticas de governança como parcialmente responsável pela recuperação dos mercados mundiais. O grupo dos sete países mais industrializados do mundo, acrescido da Rússia (G8), considera a governança corporativa como a base mais recente da economia mundial (BOMFIM; NÉRIS, 2007). Pesquisas internacionais apontam que as ações das empresas não aderidas às boas práticas de governança sofrem um decréscimo de 25% a 30% (VIEIRA; CORREA, 2002).

No Brasil, a temática da governança corporativa começou a se desenvolver a partir de 1999 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança (IBGC). Outras iniciativas foram criadas como a da Bovespa (níveis 1, 2 e Novo Mercado), do governo federal (reforma das leis das sociedades anônimas em 2001, para estimular a abertura de capital) e a criação do Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa pelo IBGC. Todas, com o objetivo de estimular a confiabilidade necessária e o autofinanciamento do setor privado para desenvolver o mercado de capitais, a exemplo do que vinha ocorrendo em outros países (BOMFIM; NÉRIS, 2007).

Tal cenário, característico de um tema emergente, sinaliza o espaço que a governança corporativa vem conquistando tanto no meio empresarial quanto no acadêmico, em especial no Brasil, onde pesquisas ainda recentes apresentam lacunas a serem exploradas. Desse modo, o presente estudo, ao discorrer sobre a governança corporativa e suas relações com a estrutura de capital e o desempenho das empresas, espera não somente oportunizar maiores discussões sobre conceitos, fundamentos e aplicações no contexto das organizações, mas também contribuir para o desenvolvimento da pesquisa acadêmica, objetivando ampliar a compreensão do tema.

#### **1.4 Estrutura da pesquisa**

A pesquisa é apresentada em quatro capítulos. O primeiro retoma a introdução ao tema, sua delimitação, o problema da pesquisa, os objetivos gerais e específicos, e a justificativa do estudo.

O segundo apresenta a revisão da literatura a respeito do tema proposto. De início, aborda a governança corporativa através de seus conceitos e princípios fundamentais. Em

seguida, destaca a importância do conselho de administração, a estrutura de propriedade e os níveis de governança implantados no Brasil pela BOVESPA. A governança corporativa, estrutura de capital e o desempenho empresarial foram apresentados através de estudos anteriores, com vistas a identificar as pesquisas relacionadas ao assunto proposto.

O terceiro capítulo, ao tratar dos aspectos metodológicos, abrange os dados da amostra, a definição das variáveis, o tipo, abordagem e métodos de análise. O quarto capítulo, ao demonstrar a análise dos resultados, descreve a amostra, incluindo os dados omissos, as estatísticas descritivas, os testes de diferenças de médias, as variações anuais das variáveis e as análises das correlações. O capítulo contém ainda os valores de significância dos coeficientes dos modelos de regressão estimados, bem como a análise de tais modelos. O quinto e último capítulo apresenta a conclusão da pesquisa.



## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Governança corporativa como prática de gestão**

A existência de conflitos entre gestores e proprietários fez surgir a adoção de práticas de governança corporativa, as quais vêm contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais. Seus princípios norteadores – como equidade, transparência, ética, dever de prestar contas e obediências às leis – buscam harmonizar as diferenças entre acionistas majoritários e minoritários, diretores e os membros do conselho de administração. A partir dos conceitos de governança corporativa, pode-se obter um conjunto de atributos de forma a estabelecer o grau de governança que a empresa deseja seguir.

O conceito de governança corporativa vincula-se aos princípios que regem as decisões da empresa, podendo ser definida como o sistema mediante o qual as empresas são dirigidas e controladas, sendo o conselho de administração essencial no contexto de qualquer sistema que prime por uma boa governança. Pode-se perceber o papel de destaque do conselho de administração na governança corporativa quando, dentre as etapas relacionadas ao processo decisório da gestão (iniciação, ratificação, implementação e monitoramento), a ratificação das informações relevantes e o monitoramento da alta gestão, consideradas decisões de controle, são da competência exclusiva do conselho de administração. As etapas de iniciação e de implementação pertencem às decisões de gestão (diretoria executiva) e tal separação é necessária para garantir que determinada decisão não seja exercida por um agente que atue, ao mesmo tempo, como gestor e controlador (FAMA; JENSEN, 1983). Nas companhias que possuem propriedade e controle separados, as decisões de controle são transferidas a outros agentes (conselho de administração), o que, de certa forma, garante a sobrevivência eficaz da corporação.

Conforme a Comissão de Valores Mobiliários (2007), governança corporativa representa o conjunto de práticas que têm por finalidade proteger as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores. Com o intuito de dirimir a manipulação de resultados, o privilégio nas informações e os conflitos de interesses, a adoção das práticas de governança traz maior segurança ao investidor. As práticas da boa governança encontram-se

dispostas nos Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa que disciplinam as normas e diretrizes, com vistas a dirimir os problemas oriundos da separação entre a propriedade e o controle. O código brasileiro apresenta como linhas mestras a transparência (*disclosure*), a prestação de contas, (*accountability*), a equidade e a responsabilidade corporativa.

A *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) é considerada outro órgão disciplinador que busca ditar os princípios essenciais que contribuem para uma boa governança, para a proteção aos direitos dos acionistas, o tratamento isonômico, a posição dos *stakeholders* a respeito do acesso às informações relevantes, evidenciação e transparência, e prestação de contas. Dessa forma, a governança corporativa concede direitos e garantias aos investidores, com vistas a reduzir a assimetria de informação entre estes, os administradores, os *shareholders* e os *stakeholders*. Os acionistas com maiores informações sobre as empresas estariam mais dispostos a investir, causando um nível maior de confiança por parte dos mesmos e aumentando a demanda por títulos das empresas presentes nos níveis de governança (MARTINS; SILVA; NARDI, 2006).

Ponto a destacar nos estudos de governança e que atraiu o interesse da Europa oriental e ocidental, da Ásia e da América Latina, refere-se à proteção dos direitos do investidor externo (acionista e credor), que objetivou a reforma da governança corporativa, cujas discussões iniciaram com a crise financeira asiática (1997-1998). Os benefícios de tal reforma deveriam expandir os mercados financeiros, facilitar o financiamento externo de firmas novas, afastar a posse concentrada, melhorar a eficiência da alocação do investimento e facilitar a reestruturação privada de reivindicações financeiras (LA PORTA *et al.*, 2000). Contudo, na maioria dos países, a reforma no sentido de proteger o investidor requer mudanças radicais no sistema legal, e os governos relutam em introduzir leis que regulem o controle acionário. Como objeções à reforma, La Porta *et al.* (2000) consideram também as provenientes das famílias que controlam as grandes corporações, pois uma melhoria nos direitos do investidor externo reduz o controle, devido à diminuição das oportunidades de expropriação. Então, na impossibilidade de promover a reforma da governança em sua plenitude, alguns países adotam a “convergência funcional” de Coffee (1999), baseada na mudança de regras dentro do próprio mercado e sem a necessidade de alteração das normas regulatórias e judiciais (convergência legal).

Entretanto, segundo Silveira (2004), a proteção ao investidor não depende somente da existência de leis, mas também da garantia de seu cumprimento (*enforcement*), fazendo com que a estrutura de propriedade das empresas americanas e brasileiras seja distinta. Conforme Silveira (2004, p.48),

a maioria das grandes companhias abertas norte-americanas é caracterizada por uma estrutura de propriedade difusa, com muitos acionistas, na qual existe uma separação clara entre propriedade e controle, isto é, entre quem é acionista e quem é gestor. No caso brasileiro, a situação é diferente, já que as companhias abertas possuem uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa de sua confiança para exercer tal função. Existe no caso brasileiro, portanto, uma maior sobreposição entre propriedade e controle (SILVEIRA, 2004. p.48).

A forma concentrada do controle acionário brasileiro, segundo Dami, Rogers e Ribeiro (2007), contribui para o principal conflito de agência existente no país, ou seja, entre acionistas minoritários e acionistas majoritários. Por outro lado, em modelos de controle pulverizado, como o que predomina nos Estados Unidos, o conflito ocorre entre acionistas e a administração das empresas.

No Brasil, como exemplo de políticas mais rígidas de governança corporativa, a criação dos níveis de governança surgiu com vistas a negociar papéis das empresas que adotassem melhores regras de proteção aos acionistas minoritários e também que fossem transparentes em suas contas. A BOVESPA criou o Novo Mercado (NM) e os níveis diferenciados de governança corporativa, Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2). As companhias inseridas no Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com o *free float de 25%*, o que facilita a eleição de membros do conselho de administração através do voto múltiplo. Dentre as principais práticas, destacam-se: circulação mínima de ações, representando pelo menos 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações que favoreça a dispersão do capital; maior transparência nos dados contidos nas informações trimestrais (ITRs); informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia, em que sejam parte os acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e eventos corporativos e apresentação das demonstrações do fluxo de caixa (BOVESPA, 2007).

Para aceitação no Nível 2 de governança corporativa, além de atender às mesmas exigências definidas para as empresas que fazem parte do 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. Destaca-se: conselho de administração, com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos; balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP)* ou do *International Accounting Standard (IAS)*; extensão, para os acionistas minoritários detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores, em caso de venda de controle, e de no mínimo 70% deste valor para os preferencialistas; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias; obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível e adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários (BOVESPA, 2007).

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa que, além do comprometimento com a adoção de todas as exigências do Nível 2, ela deve emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das preferenciais. Além disso, a companhia aberta, participante do Novo Mercado, tem como obrigação adicional realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação no Novo Mercado. E ainda, a extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia (BOVESPA, 2007).

Abaixo, um quadro-resumo dos níveis de governança da BOVESPA.

<b>Característica/Nível</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Novo Mercado</b>
% mín. de ações em circ.( <i>free float</i> )	25%	25%	25%
Características das ações emitidas	Permite a existência de ações ON e PN	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Somente de ações ON
Conselho de administração	Mínimo de três membros (conforme a legislação)	Mínimo de cinco membros: 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros: 20% devem ser independentes
Demonstrações financeiras anuais em padrão intern.	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de <i>tag along</i>	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON e 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção da câmara de arbitragem	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

Quadro 1: Comparativo dos níveis de governança da Bovespa.

Não obstante a consagrada importância dos níveis de governança criados pela BOVESPA, no sentido de não só contribuírem para a melhoria da imagem das empresas, como também de assegurarem um lugar destacado no mercado de capitais, a maioria das empresas ainda não aderiu às práticas de governança corporativa pelos ditames da BOVESPA. Mesquita e Vieira (2007) explicam que as principais barreiras estão relacionadas às exigências dos níveis da BOVESPA, ao medo de perder o controle da empresa por parte dos proprietários, à aversão à transparência e à prestação de contas, ao baixo nível de empreendedorismo, à má formação técnica dos dirigentes das empresas e às ainda percebidas fragilidades do mercado de capitais nacional.

## **2.2 Governança corporativa, estrutura de capital e desempenho**

A escassez de recursos e o elevado custo dos financiamentos fazem crescer a importância da rentabilidade e estrutura de capital no campo das finanças, na medida em que contribuem para o equilíbrio econômico-financeiro da empresa. Para Catapan e Catapan (2006), a eficácia na aplicação dos recursos está condicionada harmonicamente aos valores recebidos (recursos próprios), aos financiamentos externos (recursos de terceiros) e aos reforços de capital efetuados pelos acionistas. O equilíbrio dessa equação proporciona uma organização sustentável e abre caminho para o desenvolvimento da governança corporativa.

A estrutura de capital, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007), representada pelas proporções do financiamento da empresa com capital de terceiros e capital próprio, pode ser definida como o conjunto dos títulos usados para financiar as atividades empresariais. As fontes de financiamento, representadas no lado do passivo no balanço patrimonial, envolvem os recursos de terceiros de curto prazo (passivo circulante), recursos de terceiros de longo prazo (passivo exigível a longo prazo) e recursos próprios de longo prazo (patrimônio líquido). Entretanto, no aspecto prático, o quociente entre capital de terceiros e próprio envolve uma combinação de impostos com custos de capital de terceiros, não existindo, contudo, uma fórmula exata, disponível para determinar uma estrutura ótima de capital (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007). Assim, as investigações sobre a escolha da estrutura de financiamento por parte das empresas ganham espaço.

As pesquisas de Brigham e Houston (1999) afirmam que, anteriormente ao trabalho de Modigliani e Miller (1958), a discussão sobre as escolhas de financiamento das empresas era muito elementar, pois havia apenas afirmações esparsas sobre o comportamento do

investidor. Em continuidade a esses postulados iniciais, muitas suposições foram sendo acrescentadas em busca de uma estrutura ideal, capaz de minimizar simultaneamente os custos e os riscos empresariais.

O estudo a respeito da estrutura de capital sugere, também, a elucidação da controvérsia com relação à existência de uma estrutura ótima de capital. Nesse sentido, Duran (1952) defende a existência da estrutura ótima, contestada por Modigliani e Miller (1958), os quais argumentam como irrelevante a forma de financiamento das empresas. Estes autores concluíram que, sob certas premissas restritivas, a escolha da forma de financiamento da empresa seria irrelevante, já que qualquer combinação possível das fontes utilizadas levaria ao mesmo custo de capital. Eles demonstraram que, ao se considerar o imposto de renda da pessoa jurídica, a opção seria por uma estrutura com predomínio quase total de capital de terceiros em detrimento do uso de capital próprio. Na proposição I, de Modigliani e Miller, os autores estabeleceram que, num ambiente livre de impostos, o valor da empresa é constante, independente, portanto, de sua estrutura de capital. Ou ainda, o valor dos títulos permanece inalterado, mesmo que ocorra mudança nas proporções da estrutura de capital. O argumento proposto por Modigliani e Miller foi contestado pela visão tradicional de outros autores, para os quais a disponibilidade de um padrão de financiamento adequado afeta as decisões de investimento da empresa (ZONENSCHAIN, 1998). As empresas preferem recursos próprios em detrimento de recursos de terceiros e, sempre que esses últimos se tornem necessários, recorrem primeiramente ao endividamento, deixando a emissão de ações para momento posterior.

Entretanto, a evolução na estrutura de capital pode ocasionar problemas de governança corporativa nas empresas, em especial, quando se referir à relação endividamento/capital próprio de uma empresa. Se este estiver aumentando, tem-se o caso de alavancagem financeira, que pode estar sendo usada para transferência de recursos em benefício próprio dos gestores (PAVODESE; BENEDICTO, 2005). Estudos, como os de Berle e Means (1984), argumentam que os gestores e/ou acionistas majoritários podem desfrutar de recursos da empresa para benefício próprio. Nicodano (1998), por sua vez, salienta que os benefícios privados serão tanto maiores quanto menor for o capital empregado para controlar a empresa, sendo que a forma mais utilizada para tal é a alavancagem financeira.

A possibilidade de ocorrência de *takeover* e governança corporativa foi considerada no estudo de Procianoy e Schnorrenberg (2002), ao testarem a relação da estrutura de

controle com as decisões de estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA, entre 1995 e 2000. Os autores encontraram uma influência significativa da estrutura de controle acionário sobre as decisões de capital das empresas e concluíram que a aversão ao endividamento é tanto maior quanto mais concentrado o controle na companhia. Ou seja, quanto mais centralizado for o controle da empresa, menor será seu endividamento.

Com relação ao desempenho empresarial, a academia vem tentando identificar fatores determinantes que efetivamente levam as empresas a aumentarem seus rendimentos. Juntamente com o endividamento, o conhecimento do retorno sobre os ativos, investimentos, patrimônio líquido e a rentabilidade das vendas proporcionam melhor avaliação do desempenho organizacional. As decisões que envolvem os custos da origem dos recursos (passivo) e os retornos de sua aplicação (ativos) devem ser discutidas de maneira integrada, pois o volume dos investimentos depende das condições de financiamento. A decisão de empréstimos em curto prazo, por exemplo, cujo destino seja financiar bens do ativo permanente, sinaliza instabilidade financeira, uma vez que será necessária a renovação da dívida circulante com vistas a manter o investimento realizado em longo prazo. Tais procedimentos conduzem à reflexão sobre as práticas da governança corporativa, considerando que o retorno dos investimentos realizados deve, no mínimo, satisfazer as expectativas de remuneração dos proprietários do capital (credores e acionistas), de forma a viabilizar economicamente a empresa (ASSAF NETO, 2000). O investimento em um negócio em detrimento de outro, com risco equivalente, gera o custo de oportunidade, que tanto o acionista como o credor esperam recuperar (COPELAND *et al.*, 2000).

Partindo da hipótese de que as práticas de governança corporativa afetam o desempenho das empresas e que o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente ligado a uma boa política de governança, os níveis de governança surgem como formas alternativas, no sentido de garantir os direitos dos minoritários. No caso dos acionistas minoritários, La Porta, Silanez e Shleifer (1998) demonstram que sua expropriação inviabiliza o mercado de capitais como mecanismo de financiamento para as empresas. Borges e Serrão (2005) complementam que os benefícios obtidos com a abertura de capital dependem da liquidez das ações da empresa, isto é, da possibilidade dos investidores negociarem volumes expressivos de ações, sem que haja alteração significativa de preços. Assim, ações com baixa liquidez devem oferecer prêmios maiores. Considerando que a

liquidez depende da presença de investidores minoritários, torna-se imprescindível a adoção de mecanismos mais eficazes de proteção a minoritários.

Nessa linha, a nova lei das sociedades anônimas, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio de novas regras de funcionamento, estabelecer uma maior proteção aos acionistas ordinários minoritários e preferencialistas. Assim, o novo mercado e os níveis de governança da BOVESPA aparecem como uma oportunidade única e voluntária, no sentido de testar como o mercado avalia a adesão às melhores práticas de governança (PARREIRAS, 2003). A premissa básica dos segmentos especiais é de que boas práticas de governança corporativa tenham valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco. A redução do risco gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capitais e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as empresas.

Analisando a governança sob o ponto de vista do conselho de administração, na visão de Hermalin e Weisbach (2001), a escassez teórica com relação ao conselho tem dificultado as pesquisas empíricas de explicarem como a composição, as características, o tamanho e fatores do conselho (variáveis de estrutura) se relacionam com a governança corporativa. As normas de governança recomendam que o conselho deve ser composto por membros externos, pois um conselho formado por executivos poderia atuar como defensor dos gestores, o que diminuiria o valor da empresa. Conforme Fama e Jensen (1983), a inclusão de conselheiros externos torna o conselho mais efetivo e diminui a expropriação dos acionistas. Bayesinger e Butler (1985), ao utilizarem medidas contábeis de desempenho e a proporção de conselheiros externos atuantes no conselho, não encontraram relação significativa entre a composição do conselho e o desempenho. Do mesmo modo, Bhagat e Black (1999) e Hermalin e Weisbach (2001), ao aplicarem Q de Tobin como medida de desempenho, não encontraram relação significativa com a composição do conselho. Segundo Silveira (2002), a maioria dos estudos revela pouca correlação na relação composição do conselho, desempenho e valor, e ainda evidencia uma relação negativa significativa entre a alta proporção de membros independentes no conselho e o desempenho empresarial, o que contraria o senso comum.

O conselho de administração foi alvo do estudo de Yermac (1996) que, ao analisar uma amostra de 452 grandes corporações industriais dos Estados Unidos entre 1984 e 1991,



provou o pressuposto teórico de que os conselhos de administração de tamanhos menores são mais eficazes. Adotando o Q de Tobin como estimativa do valor da empresa, encontrou uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o valor, isto é, empresas com menores conselhos apresentaram melhores índices financeiros e maiores incentivos ao bom desempenho, por conseqüência, maior valor. A relação inversa entre o tamanho do conselho e os indicadores de rentabilidade foi abordada também por Fierst e Kang (2000), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Brown e Maloney (1998), ao evidenciarem que conselhos maiores impactam negativamente no desempenho das empresas.

Em controvérsia, a técnica da meta-análise, que permite combinar vários estudos para estimar a relação entre duas variáveis, foi aplicada por Dalton e Daily (2000), os quais revelaram que, quanto maior o conselho de administração, melhor é o desempenho financeiro das empresas. A técnica da meta-análise foi utilizada também por Wagner, Stampert e Fubara (1998), para verificar o vínculo da composição do conselho com o retorno sobre os ativos (ROA) e sobre o patrimônio líquido (ROE). O coeficiente negativo no caso da ROA indica que um conselho misto (executivos e não executivos), constituído de forma equilibrada, proporciona resultados melhores, embora o mesmo não possa ser afirmado com relação ao ROE, devido à ausência de correlação entre as variáveis.

Partindo da hipótese de que as características do conselho afetam a governança corporativa, Silveira (2002) associou as variáveis de estrutura do conselho com o desempenho corporativo e investigou se a governança corporativa foi relevante para as companhias brasileiras abertas no período de 1998 a 2000. De forma mais específica, verificou se as companhias adequadas ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGV) e à Comissão e Valores Mobiliários (CVM) alcançaram maior valor de mercado, ou melhor desempenho. Foi pesquisada uma amostra de 218 empresas negociadas na BOVESPA e na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA). Para a governança, o autor utilizou três variáveis independentes: a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, a independência do conselho e o tamanho do conselho. Como variáveis dependentes do valor da empresa, foram utilizados os indicadores Q de Tobin e valor da empresa/ativo total. O desempenho foi apurado através dos índices lucro operacional e o lucro operacional próprio, com relação ao ativo total e ao patrimônio líquido, e também o lucro antes dos impostos, juros, depreciação e amortização com relação ao ativo total. Foi utilizada a regressão múltipla do tipo seção transversal entre as variáveis dependentes do valor e desempenho, e as variáveis independentes da governança. As

variáveis de controle, selecionadas com base na influência que exercem sobre as variáveis dependentes e independentes, relacionam-se à estrutura de propriedade (percentual de ações ordinárias do acionista controlador, presença de acordo de acionistas e percentual de ações ordinárias dos participantes do acordo dos acionistas) e ao setor de atuação da companhia (atacadistas, varejista, construção, manufaturados, mineração e serviços).

A variável diretor executivo como presidente do conselho apresentou fortes evidências de que, em média, as empresas que possuem pessoas diferentes em tais cargos são mais valorizadas no mercado. A variável tamanho do conselho apresentou relação não-linear, o que sugere que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho. A variável independência do conselho não foi significativa com relação às variáveis valor e desempenho. Em suma, o resultado mostrou que a estrutura de governança afeta mais a percepção do investidor com relação à avaliação de mercado do que o desempenho financeiro resultante das operações da companhia (SILVEIRA, 2002).

O interesse de Srour (2005) foi de analisar a eficácia dos contratos privados como mecanismos para um maior comprometimento da empresa, no que diz respeito aos seus acionistas minoritários. A amostra relativa às empresas brasileiras de capital aberto deteve-se ao período de 1997 a 2001. Um dos caminhos da pesquisa foi investigar a listagem, em bolsas americanas, como um modo de adotar regras mais rígidas de governança corporativa. Os quatro tipos de ADR's (*American Depositary Receipts*) variam conforme os respectivos requisitos de transparência, regras de contabilidade, práticas de governança e mecanismos de colocação desses papéis, os quais podem ser colocados no mercado de balcão ou na própria bolsa em questão. O estudo desenvolveu as variáveis de governança corporativa e a postura da firma em relação à diluição de seus acionistas minoritários e, também, a *performance* das firmas em momentos de incerteza. Com a idéia de que, nas empresas onde a questão da governança é grave, os lucros retidos não são totalmente transferidos aos minoritários, foi utilizado o pagamento de dividendos (*payout*), isto é, a proporção dos lucros da firma que é proposta para ser redistribuída sob a forma de dividendos, como uma medida de diluição dos acionistas minoritários da firma. Já a relevância dos contratos privados de governança para a *performance* da empresa foi medida através do retorno das ações em bolsa. Os resultados admitiram que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade do retorno das firmas e que o lançamento de ADR Nível II e a presença no grupo diferenciado de governança corporativa da BOVESPA foram

relevantes para uma menor diluição dos acionistas minoritários e para uma *performance* diferenciada da empresa, em momentos de choques de retorno.

O efeito das dimensões de governança corporativa sobre o *payout* foi ainda verificada por Almeida e Santos (2008), quando questionaram se as dimensões de governança (transparência, composição/funcionamento do conselho e controle/condução) influenciam o pagamento de dividendos das empresas não financeiras listadas na BOVESPA. Além disso, consideraram como variáveis explicativas o retorno sobre os ativos da empresa (ROA), na expectativa de quanto maior o ROA mais dividendos são pagos aos acionistas. A alavancagem e o tamanho da empresa, dos quais se espera uma relação negativa e positiva com o *payout*, respectivamente, também foram consideradas como variáveis independentes. O método estatístico adotado foi uma regressão múltipla do tipo transversal, com estimação por máxima verossimilhança. A amostra, com dados de 2006 e formada de 305 empresas, revelou que as firmas com maiores níveis de transparência tendem a pagar maiores dividendos a seus acionistas. Contudo, as empresas com conselho de administração aderente às práticas de governança, mais endividadas e maiores, são consideradas mais avessas à distribuição de lucros.

A governança corporativa, sob o aspecto da prestação de contas (*accountability*), foi identificada no estudo de Malacrida e Yamamoto (2005), que buscaram analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis, apresentado pelas empresas componentes do Ibovespa, influencia na volatilidade do retorno de suas ações, quando negociadas na BOVESPA. Os dados foram coletados nos relatórios anuais, publicados em 2003, por 42 empresas pertencentes ao Ibovespa, com presença na maioria dos pregões e referentes ao exercício de 2002. A partir da legislação vigente (Lei 6404/76 e a CVM), os itens obrigatórios de divulgação perfizeram um total de 173, e as informações, publicadas de forma espontânea, totalizaram 6.

No cálculo do nível de evidenciação das informações obrigatórias, foi utilizado o total das informações obrigatórias, identificadas para cada empresa componente da amostra e que correspondem aos itens constantes do Relatório da Administração e Notas Explicativas. O nível de evidenciação das informações obrigatórias foi calculado dividindo-se o total de informações divulgadas pela empresa pelo total de informações que a empresa deveria ter divulgado (173). Nas demonstrações complementares, o nível de evidenciação foi calculado dividindo-se o total de demonstrações complementares divulgadas pela empresa pelo total das demonstrações complementares a serem divulgadas (6).

Para o cálculo da volatilidade, foi utilizada a cotação média diária das ações, no período compreendido entre 02 de janeiro de 2002 e 30 de abril de 2003. Foi definido como risco de mercado o desvio padrão dos retornos contínuos das ações. A volatilidade dos retornos das ações de cada empresa, para o período definido, foi calculada a partir da  $Volatilidade = DP(R)$ . Como testes estatísticos, foram aplicados análise de *cluster*, que permitiu segregar os elementos em grupos homogêneos; análise de variância (ANOVA), utilizada para analisar as diferenças entre as médias aritméticas; teste de Kolmogorov-Smirnov (KS), que analisou a distribuição normal da amostra; teste de homogeneidade de variâncias de Levene, para verificação da homocedasticidade das variáveis. O teste de Tukey HSD identificou as diferenças dos grupos, e o teste Kruskal-Wallis verificou se a amostra originou-se de populações com medianas iguais. As análises permitiram concluir que os diferentes níveis de evidenciação influenciam a volatilidade do retorno das ações, ou ainda, que as empresas que apresentam um maior nível de evidenciação possuem uma volatilidade média dos retornos de suas ações menor do que as empresas que apresentam um menor nível de evidenciação (MALACRITA; YAMAMOTO, 2005).

Estudo semelhante, realizado por Gallon e Beuren (2006), analisou a relação entre o grau de evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança, das 58 empresas participantes do novo mercado e dos níveis diferenciados da BOVESPA, em outubro de 2005. Pressupondo que tais empresas se comprometem, entre outros aspectos, com as práticas de melhorias na prestação de informações ao mercado, o estudo investigou, junto aos relatórios da administração de 2004, os itens obrigatórios ou recomendados de evidenciação, como também aqueles não obrigatórios, nem recomendados. A técnica da análise de conteúdo serviu para codificar e quantificar as sentenças em declarativa, quantitativa não-monetária, quantitativa monetária e quantitativa monetária e não-monetária. A análise discriminante permitiu a classificação correta das empresas listadas nos níveis de governança da BOVESPA, conforme os respectivos graus de evidenciação apresentados no relatório da administração 2004, e também revelou a relação entre o grau de evidenciação das empresas e sua classificação nos níveis de governança da BOVESPA.

Os resultados de tal estudo mostraram, para os itens obrigatórios ou recomendados, um acerto de 54,55% no conteúdo da evidenciação entre a classificação determinada pela análise discriminante e o nível de governança, enquanto que, para os itens não-obrigatórios, nem recomendados, o acerto foi de 40%. Evidencia-se, assim, o pressuposto de que as empresas apresentam melhorias no fornecimento de informações ao mercado conforme os

níveis diferenciados de governança, corroborando os fundamentos teóricos e os resultados das pesquisas a respeito do tema.

As empresas com níveis diferenciados de governança foram analisadas também sob o aspecto da qualidade das informações contábeis. Antunes e Costa (2007), a partir de dados coletados no Economática, referentes ao período de 1999 a 2005, utilizaram como *proxy*, para a qualidade da informação contábil, o grau de conservadorismo, a relevância do lucro e do patrimônio líquido e três métricas de oportunidade da informação contábil. Ao investigar se maiores práticas de governança afetam positivamente a qualidade da informação contábil, foi estabelecido, como *proxy* de aprimoramento das práticas de governança, a adesão aos níveis de governança e, como *proxy* da qualidade contábil, a utilidade da contabilidade enquanto instrumento de governança. Para mensurar a oportunidade da informação contábil, as variáveis utilizadas foram o retorno da ação da empresa, o resultado contábil (lucro ou prejuízo) e o valor de mercado da empresa. Além do valor de mercado e do resultado contábil, foi utilizado também o valor contábil do capital dos acionistas (patrimônio líquido) da empresa, para medir a relevância das informações. O conservadorismo contábil foi mensurado através das variáveis resultado contábil, valor de mercado, retorno da ação e uma variável *dummy*. Como as empresas aderidas aos níveis de governança não apresentaram melhoria métricas de qualidade da informação contábil, nem após a adesão, nem quando comparadas às empresas não aderidas, os autores concluíram que os níveis diferenciados de governança são impróprios para serem tomados como *proxies* para práticas efetivas de governança, o que contraria a maioria das evidências empíricas da literatura nacional e internacional.

Os relatórios da administração foram objetos da pesquisa de Iquiapaza, Tomaz e Amaral (2007), na questão da divulgação que, por tornar as empresas mais transparentes, contribui para a redução da assimetria de informações. Com o pressuposto de que a demora na liberação dos relatórios indica menor transparência, os autores buscaram descobrir se existe alguma relação entre a defasagem na divulgação dos demonstrativos financeiros anuais das empresas e o seu nível de governança corporativa. A amostra foi de 115 empresas, niveladas através de um critério de liquidez mínima e da data de registro na BOVESPA, com dados referentes aos anos de 2005 e 2006.

Foram definidas quatro dimensões que potencialmente afetam a defasagem da data de divulgação dos resultados. A primeira dimensão refere-se à complexidade das operações da empresa, cujas variáveis foram as demonstrações consolidadas, tamanho da empresa e a

existência ou não de demonstrações consolidadas e setor regulado. A dimensão característica de governança corporativa englobou o excesso de controle pelos acionistas controladores, investidor institucional, nível de governança corporativa e o índice de governança corporativa (IGOV), de Silveira, Barros e Famá (2005). O nível de assimetria informacional, considerado a terceira dimensão, utilizou as variáveis *turnover* e preço/VPA. Por fim, a quarta dimensão, relativa às informações financeiras e de mercado, considerou as variáveis alavancagem financeira, retorno do ativo total, liquidez em bolsa, prejuízo e valor de mercado. O modelo explicou em torno de 17% das variações das defasagens nas divulgações e encontrou pouca relação entre a governança corporativa e a defasagem, pois, afóra o excesso de controle, as demais variáveis de governança não foram significativas.

Nesse contexto, deve-se observar que as práticas da boa governança não se restringem aos fatores transparência e evidenciação. A expectativa do investidor abrange também os recursos investidos e o modo como os mesmos estão sendo controlados. Essa idéia fez surgir a pesquisa de Nascimento, Bianchi e Terra (2005), concentrada em estudar a controladoria enquanto mecanismo de governança corporativa, com o objetivo de identificar traços que a credenciassem como um fator minimizador dos conflitos existentes entre os investidores e os administradores do negócio. Com vistas a analisar os controles necessários à preservação dos interesses dos acionistas, o controle organizacional foi separado em controle operacional (processo decisório), controle físico-financeiro (registro das transações) e controle prescritivo (asseguram a transparência).

O universo da pesquisa foi as mil maiores empresas do Brasil conforme a revista *Valor 1000*, edição 2004. A amostra representou aproximadamente 10% do universo da pesquisa, correspondendo a 96 empresas do setor industrial, de capital brasileiro e norte-americano e possuídores da área de controladoria. Devido ao ajuste da amostra, a pesquisa de campo foi realizada através de questionários, aplicados a executivos de 35 empresas brasileiras e 31 subsidiárias de empresas norte-americanas. Os pontos abordados relacionaram-se com a subordinação do *controller*, determinação dos aumentos salariais espontâneos para o *controller*, responsabilidade pela contratação, promoção ou demissão do *controller*, responsável pela contratação, promoção ou demissão do *controller* e com a atualização e alteração dos relatórios contábeis mensais e anuais. Na maioria dos casos, a constatação reforça a posição de independência da controladoria no exercício de suas atividades, já que os fatores analisados estão relacionados à estabilidade do *controller* em sua posição, tendo a administração local pouca interferência com relação ao seu progresso

profissional. Tal fato possibilita a promoção da transparência administrativa e a minimização da assimetria informacional entre o principal e o agente. Um dos instrumentos considerados como redutor da assimetria das informações entre as pessoas que detêm a propriedade da companhia e as que administram são os relatórios contábeis de competência da controladoria.

Na maioria dos casos, a pesquisa revelou um nível significativo de independência do *controller* na elaboração e no envio dos relatórios à matriz, sem a interferência, portanto, da administração local. Sumariamente, embora com maior nitidez nas empresas norte-americanas, os resultados confirmam a área de controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa, voltado a prover a transparência na publicidade dos atos e fatos que envolvem a administração das organizações, contribuindo para a redução das assimetrias e minimizando os conflitos de interesses.

A questão da estrutura de propriedade das empresas de capital aberto foi alvo do estudo de Filho, Souza e Carmona (2003). A amostra constituiu-se de 308 empresas, com informações disponibilizadas a respeito dos acionistas com participação no capital social superior a 5%. Deveu-se a identificar os fatores determinantes da concentração acionária a partir do tamanho ótimo (que maximiza o valor da empresa restringindo a concentração do controle acionário), do potencial do controle/risco (que reflete na *performance* da empresa pelo melhor monitoramento dos acionistas), do ambiente regulatório (que reduz os ganhos de eficiência) e do nível de controle e tipo de controlador. Para a análise da estrutura da propriedade, foram utilizadas, como variáveis dependentes, as *proxies* de concentração acionária: o percentual total acumulado de ações ordinárias e do capital total e o percentual acumulado de ações ordinárias e do capital total em poder do principal acionista. As variáveis explicativas relevantes foram as que caracterizaram a empresa quanto: ao tamanho (logaritmo neperiano do valor contábil dos ativos totais); ao risco (desvio padrão dos retornos anuais da ação e das variações anuais do lucro operacional); ao regime de regulação estatal (variável *dummy* de valor 1, no caso de instituição financeira, e valor zero para o caso contrário e variável *dummy* de valor 1, para empresas atuantes em atividades reguladas por agências regulatórias); ao tipo de controlador (*dummy* de valor 1 quando o maior acionista for um indivíduo, valor zero para o caso contrário, variável *dummy* de valor 1, quando o maior acionista for uma empresa ou indivíduo natural de um país estrangeiro e valor zero para o caso contrário); ao nível de controle (variável *dummy* de valor 1, quando o maior acionista for uma empresa e zero, para o caso contrário, e variável *dummy* de valor 1,

quando o maior acionista participa no capital social, através de uma cadeia igual ou maior do que duas cadeias intermediárias). O resultado da pesquisa não só confirmou a alta concentração acionária, como também identificou que, somente em 5,84% das empresas brasileiras, os três principais acionistas detêm menos de 50% das ações com direito a voto. O tamanho e as características do principal acionista são os fatores com maior significância para determinar o nível de concentração acionária, o que confirma a hipótese teórica de que a necessidade de diversificação e o tamanho da empresa impõem uma redução na concentração da propriedade.

A relação de dependência entre o grau de concentração acionária e o valor e desempenho das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil foi o problema de pesquisa de Dami, Rogers e Ribeiro (2007), numa amostra de 176 empresas, analisadas no período de 1997 a 2001. A concentração acionária foi categorizada em três classes: dispersa (quando o menor acionista detém menos de 20% do controle); dominante (quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle) e majoritária (quando o maior acionista detém mais de 50% do controle). As variáveis usadas para aferir a *performance* das empresas foram a rentabilidade do patrimônio líquido, o crescimento da receita líquida e o Q de Tobin. O tamanho da empresa, a estrutura de capital e a instabilidade da rentabilidade também foram considerados. Os resultados indicaram que não há relação entre o grau de concentração e rentabilidade do patrimônio líquido, o valor da empresa (Q de Tobin), a estrutura de capital e o tamanho do ativo. Entretanto, ficou evidenciado a existência de relação entre a concentração de propriedade, o crescimento da receita líquida e a instabilidade do mercado.

Dalfor, Oliveira e Souza (2007) analisaram a governança corporativa e sua influência nos índices de liquidez, endividamento, rentabilidade, valor médio mensal das ações, quantidade de ações negociadas e volume de recursos financeiros, em pesquisa realizada no período de 1998 a 2005, em três empresas do setor bancário (Banco Bradesco S.A, Itaú Holding Financeira S.A e Unibanco Holding S.A), pertencentes ao N1 de governança corporativa. A análise do desempenho, efetuada através de índices financeiros econômicos e de rentabilidade, revelou que nenhuma das três empresas apresentou alterações significativas nos índices de rentabilidade com relação ao ativo total e ao patrimônio líquido, como também nos índices de liquidez geral, índice de liquidez imediata e no índice de imobilização do patrimônio líquido. Os índices de liquidez corrente, de estrutura de financiamento do capital de terceiros, de estrutura de financiamento do capital



próprio e o índice de comprometimento do capital próprio com o capital de terceiros revelaram-se significativos apenas para uma empresa. Já a composição do endividamento e o volume negociado demonstraram modificações significantes para duas empresas. A ocorrência de modificações significantes foi confirmada no valor mensal médio das ações e na quantidade de ações negociadas nas três empresas analisadas. Então, a utilização do teste *t*, com um grau de 95% de confiabilidade, revelou que apenas o Bradesco apresentou a maioria das hipóteses (62% ou 8 hipóteses), de acordo com a afirmação de que a entrada das empresas no Nível 1 de governança corporativa trouxe alterações significantes nas variáveis apresentadas (índice de liquidez, endividamento, rentabilidade, valor médio das ações, volume negociado e quantidade de ações negociadas). Para as demais empresas, Itaú e Unibanco, a maioria das hipóteses (77% ou 10 hipóteses) negou a afirmação de que a entrada das empresas no Nível 1 de governança corporativa trouxe alterações significantes nas variáveis apresentadas.

Os efeitos da migração para o índice de governança corporativa (IGC) foram demonstrados por Andrade (2008), através da análise de índices financeiros, utilizados para medir as práticas de governança corporativa, como uma forma de criar valor para os acionistas e resultados para as empresas. De início, foram consideradas as 28 empresas com maiores participações no IGC da Bovespa, integrantes da carteira teórica no período de janeiro a abril de 2005. Devido à exclusão de empresas dos setores financeiros e de telecomunicações, de duas empresas cuja migração ocorreu após o período de análise e ainda, de seis empresas sem disponibilidade de dados, restaram 13 companhias com possibilidades de análise. A pesquisa compreendeu o período de julho de 1999 a junho de 2004 e utilizou dados do balanço patrimonial, demonstrações de resultados, indicadores de mercado, indicadores financeiros e cotações. Com vistas a mensurar o acréscimo ao lucro por ação (variável dependente) das empresas que migraram para os níveis de governança, foi inserida a variável *Dummy* (0 = sem governança, 1 = com governança). O risco das ações da empresa e a rentabilidade do ativo foram as variáveis independentes. O resultado da pesquisa demonstrou que o lucro por ação é diferenciado entre as empresas que migraram para os níveis de governança e as que não os aderiram. Destaca-se que o modelo de regressão adotado provou que tal diferença provém do efeito diferenciado da variável rentabilidade do ativo e não da variável risco.

As práticas de governança corporativa foram comparadas aos níveis de gerenciamento das empresas com maiores índices de liquidez na BOVESPA, nos anos de

2003 e 2004, por ocasião do estudo de Ramos e Martinez (2006). A partir da hipótese de que as práticas de governança corporativa minimizam o gerenciamento de resultados contábeis, foram utilizadas como variáveis de governança corporativa: o tipo da empresa, tipo de parecer (com ressalva ou sem ressalva), composição do conselho de administração e fiscal, prazo de mandato do conselho de administração, quantidade de conselheiros, tipo de administrador (pertencente ou não à diretoria), prazo de mandato do conselho fiscal, quantidade de conselheiros, variável *dummy*, explicando se o conselho fiscal é permanente, provisório ou não instalado, estrutura de propriedade e nível da empresa com práticas de governança corporativa. Como *proxy* empírica de gerenciamento de resultados contábeis, as variáveis utilizadas foram lucro líquido, fluxo de caixa operacional líquido, receita operacional líquida, ativo imobilizado e ativo total. Os resultados indicam que as empresas do novo mercado, níveis 1, 2 e 3, apresentam menor variabilidade nas acumulações discricionárias (*discretionary accruals*), quando comparadas às empresas que não aderiram ao programa. A conclusão é que uma fraca governança corporativa aumenta a propensão ao gerenciamento de resultados.

As boas práticas de governança corporativa são mecanismos internos e externos à organização, que minimizam os conflitos da agência e aumentam o valor das empresas. Nesse sentido, Rogers, Ribeiro e Securato (2006), considerando que as empresas participantes do índice de governança corporativa (IGC) adotam melhores práticas de governança do que as participantes do Ibovespa (IBO), realizaram um estudo com o objetivo de investigar o relacionamento dos retornos das ações de empresas que adotam práticas superiores de governança corporativa com o crescimento econômico, comparando essas empresas com as que não adotam tais práticas. Para tanto, a sensibilidade do IGC e do IBO (variáveis dependentes) foi medida em relação às variáveis macroeconômicas que mais influenciam o mercado de capitais brasileiro: câmbio, índice *Dow Jones*, Risco-Brasil, uma *proxy* da produção interna bruta e a taxa SELIC (variáveis independentes). Todas as variáveis foram logaritimizadas para que os coeficientes expressassem as elasticidades (sensibilidade) marginais (constantes) da variável dependente em relação à variável independente, com vistas a melhorar a interpretação da análise. No aspecto metodológico, a pesquisa descritiva do tipo quantitativa foi desenvolvida através de modelos em diferenças por mínimos quadrados ordinários (MQO) e modelos em quase-diferenças de *Bootstrap*, como processo de reamostragem. Os resultados indicaram sensibilidades semelhantes do IGC e do IBO em relação às variáveis macroeconômicas, quando analisadas

individualmente. Entretanto, quando medidas em conjunto, câmbio, risco-Brasil, mercado de capitais internacional, crescimento econômico real e taxas de juros foram considerados melhores para explicar o IBO do que o IGC. A pesquisa revelou também que as empresas aderidas às melhores práticas de governança (IGC) são mais elásticas, portanto mais sensíveis ao crescimento econômico do que as que não adotam tais práticas (IBO). E ainda, num ciclo de crescimento econômico, empresas que adotam regras superiores de governança podem apresentar melhor *performance* nos retornos de suas ações do que as empresas que não as adotam, colhendo assim mais benefícios.

Nessa mesma linha, porém em outro estudo comparativo entre as empresas aderidas aos níveis de governança (IGV) e as que ainda não adotaram práticas diferenciadas de governança (Ibovespa), Rogers, Ribeiro e Souza (2006) identificaram o comportamento do IGV e do IBO e algumas variáveis macroeconômicas, agora sob os aspectos de sensibilidade e estabilidade. Sua pesquisa baseou-se em Andrade e Rossetti (2004), que consideram a adoção de boas práticas de governança como garantia de segurança aos negócios, tornando-os menos expostos a riscos externos; assim como em Carvalho (2003), que defende tais práticas como maneiras de reduzir a exposição a fatores macroeconômicos. A análise comparativa envolveu as variáveis dependentes (IGC e IBO) e as variáveis independentes (câmbio, o índice *Dow Jones*, o Risco-Brasil, uma *proxy* do produto interno bruto e a paridade descoberta da taxa de juros). A relação ocorreu sob dois aspectos: quanto à sensibilidade e à estabilidade do IGC e do IBO em relação às variáveis macroeconômicas consideradas. A sensibilidade foi analisada através do método dos mínimos quadrados generalizados (MQC) e, para a estabilidade, foi adotado como procedimento o método dos mínimos quadrados recursivos (MQR).

O aspecto da sensibilidade, de acordo com a análise das elasticidades, revelou que o IGC é mais sensível que o IBO, considerando a taxa de câmbio, o Risco-Brasil e a paridade descoberta da taxa de juros. Por outro lado, em relação ao índice *Dow Jones* e ao produto interno bruto, o IBO apresentou-se mais sensível do que o IGC. Quanto ao aspecto da estabilidade, num momento inicial, tanto o IBO quanto o IGC sofreram uma queda de estrutura. Em momento posterior, enquanto o IGC sofreu queda, o mesmo não aconteceu com o IBO. Os autores concluíram, assim, que a *performance* do mercado de capitais depende muito mais de bons fundamentos macroeconômicos do que de boas práticas de governança corporativa, já que, pelo menos em parte, os resultados não condizem com a

teoria de que as práticas de boa governança reduzem a exposição das empresas a fatores macroeconômicos.

Martins, Silva e Nardi (2006), baseados no argumento de que o aumento de liquidez e a redução do custo de capital encontram-se entre os diversos benefícios noticiados pela BOVESPA e CVM, para as empresas de capital aberto migrarem para os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC), examinaram a liquidez das ações. Já que o custo de capital, apesar de difícil observação, mantém estreita relação com a liquidez, o objetivo foi analisar se houve alteração na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para algum dos níveis de governança. A amostra constituiu-se de toda a população migrada para algum dos níveis de governança até meados de abril de 2006. Como métodos, foram adotados a média e a variância dos períodos anteriores e posteriores à migração das empresas, como também a aplicação de testes estatísticos para determinação do nível de significância das eventuais diferenças. A utilização de regressão linear foi efetuada com o uso de variável *dummy* para explicar eventuais diferenças de liquidez entre o período precedente e o subsequente à adesão aos níveis de governança. Os resultados obtidos evidenciaram a existência de alteração no nível de liquidez, em especial nas ações ON, as quais, segundo as regras gerais de governança corporativa, são as mais afetadas pelo efeito da migração. Desse modo, com fortes indícios, ficou constatado que a migração das empresas do mercado tradicional para quaisquer dos níveis de governança tem impacto na liquidez das ações, afetando de forma indireta o custo de capital de tais empresas.

Ao investigar a relação entre governança corporativa e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto, Salmasi (2008) adotou dois modelos de cálculo (CAPM e o modelo de Três Fatores). Objetivando verificar se tal relação independe do método utilizado, já que não existe consenso na literatura de qual modelo é mais adequado, utilizou-se da regressão linear múltipla, fixando como variável dependente o custo do capital próprio e, como variáveis independentes, os níveis diferenciados de governança corporativa, grau de alavancagens financeira e operacional, setores, grau de intangibilidade da empresa e o tempo da empresa na BOVESPA. Como resultado, encontrou uma relação positiva do custo de capital próprio, medido pelo CAPM, com as empresas aderidas a quaisquer uns dos níveis diferenciados de governança, isto é, o custo de capital próprio é maior para as empresas que adotam tais práticas. Nas demais variáveis, a governança corporativa não foi significativa, o que não confirma a hipótese de que menor custo de capital próprio está associado à governança corporativa.

Carvalho (2002), através de um estudo de evento, analisou a migração das empresas do mercado tradicional para os níveis de governança, sob os aspectos preço, volume, liquidez e volatilidade das ações. O preço das ações foi avaliado pela projeção dos retornos (que deveriam ser observados quando da migração), comparando-os com os retornos observados. Como variáveis explicativas foram utilizadas os retornos do Ibovespa e do IBX. O efeito da migração sobre o volume negociado foi testado utilizando-se o volume negociado na BOVESPA como previsor para o volume negociado em cada ação. Os efeitos sobre a volatilidade e liquidez foram testados simultaneamente, através da variação no preço no período e do volume transacionado no período. Aqui, cabe destacar a instabilidade daquele momento (2001 e 2002), decorrente da fragilidade externa, crises internacionais e período eleitoral. Baseados em estudos que mostram a redução da volatilidade de preços das ações em épocas de incerteza, o autor acrescenta à análise a variação diária do dólar, com vistas a detectar algum impacto da migração sobre a interação entre a volatilidade macroeconômica e a volatilidade das ações. O resultado apontou que o comprometimento com melhores práticas de governança tem impacto sobre a valoração das ações (retornos positivos), aumenta o volume negociado e a liquidez, reduzindo a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Em estudo semelhante, Rogers, Filho e Securato (2008) analisaram o comportamento da volatilidade no mercado de capitais brasileiro, em busca de responder se o comportamento e estrutura a termo da volatilidade são diferentes em empresas com práticas de governança corporativa diferenciadas. Através de uma reestruturação dos índices IBrX e IGC da BOVESPA, construíram duas novas séries de retornos diários e analisaram o comportamento e estrutura a termo da volatilidade, com ajustes de modelos da família GARCH, de 1489 observações referentes ao período de setembro de 2001 a agosto de 2007. Dentre os resultados da pesquisa tem-se que a volatilidade das empresas com piores práticas de governança parecem ser mais reativas ao mercado; que a persistência da volatilidade das empresas com boas práticas é maior que a das empresas com piores práticas; que boas práticas de governança reduzem a volatilidade de longo prazo das ações e ainda que a assimetria informacional (efeito alavancagem) é mais presente nas empresas com piores práticas de governança corporativa.

Silveira, Barros e Famá (2005) desenvolveram um estudo considerando a hipótese de existir um relacionamento significativo entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas e, ainda, a de que as empresas com maior qualidade de

governança corporativa apresentam maior valor de mercado *ceteris paribus*. A amostra, com dados de 2002, constituiu-se de 154 companhias abertas brasileiras e foi avaliada sob um índice amplo das práticas de governança. Com vistas a avaliar como a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas, este foi tomado como variável dependente, enquanto que a qualidade da governança foi considerada variável independente. Para a aproximação da qualidade de governança corporativa, os autores utilizaram um índice próprio (IGOV), o qual, a partir de um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, leva em conta as dimensões de conteúdo das informações, a estrutura do conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle. O valor de mercado foi aproximado através do Q de Tobin, que considerou o valor de mercado das ações ordinárias, o valor de mercado das ações preferenciais, o valor contábil da dívida (passivo circulante mais exigível a longo prazo, mais estoques, menos o ativo circulante) e o ativo total da companhia. Tendo em vista que outras variáveis corporativas capturadas podem se correlacionar com o valor das empresas e com a qualidade de governança corporativa, foi utilizada também uma série de atributos corporativos como variáveis de controle, quais sejam: a estrutura de propriedade, a estrutura de capital, a liquidez das ações, o índice *payout* das ações, a rentabilidade, a oportunidade de crescimento, o porte da empresa, a natureza das operações (tangibilidade dos ativos), as variáveis binárias que identificam o setor de atuação da empresa. Foram selecionados, ainda, cinco instrumentos para a variável de governança corporativa: emissão de ADRs, níveis 1 (*American Depositary Receipts*); emissão de ADRs, níveis 2 ou 3; adesão aos níveis de governança da BOVESPA, variável binária de tamanho da empresa e identidade do acionista controlador. Tal relação foi medida através de um conjunto de técnicas econométricas, como a regressão múltipla (utilizando-se mínimos quadrados ordinários e variáveis instrumentais) e sistema de equações simultâneas. Os resultados auferidos mostraram, em todas as abordagens consideradas, uma influência positiva e significativa da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas. E mais, os resultados, alcançados por meio dos mínimos quadrados ordinários, indicam que uma mudança na qualidade da governança corporativa do pior para o melhor nível da amostra resultaria em um aumento do valor de mercado da empresa em aproximadamente 85 %, *ceteris paribus*.

A pesquisa de Silveira, Barros e Famá (2005) concorda também com a questão da endogeneidade das variáveis. Segundo os autores, grande parte dos estudos sobre governança corporativa considera os mecanismos de governança (estrutura de propriedade,

conselho de administração, estrutura de capital, etc.) como variáveis exógenas, isto é, não determinadas por outros mecanismos de governança ou demais características da empresa e, geralmente, são consideradas variáveis independentes ou explicativas. As relativas ao desempenho corporativo (indicadores de rentabilidade e métricas de valor de mercado, por exemplo) são tratadas como variáveis dependentes. Mas pode ocorrer que alguns dos mecanismos de governança ou até mesmo a própria qualidade da governança corporativa sejam afetados por outros mecanismos de governança ou por outros atributos das empresas, caso em que passam a ser considerados como variáveis endógenas. Então, qualquer estudo que vise captar o impacto isolado dos mecanismos de governança sobre o desempenho corporativo sujeita-se a resultados duvidosos, sempre que se considerar como exógenos os mecanismos de governança na influência do desempenho corporativo. Com vistas à melhor robustez dos resultados e levando-se em conta que a técnica por mínimos quadrados ordinários (MQO) trata a governança como variável exógena, surge a necessidade de se utilizar outras abordagens econométricas, como variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas, que tratam a governança corporativa como variável endógena e servem para diminuir os problemas de omissão de variáveis e também da causalidade reversa entre governança corporativa e valor.

Conforme Silveira, Barros e Famá (2005), a utilização de variáveis de controle não significa consistência nos coeficientes estimados pelo MQO, os quais, ainda assim, podem se apresentar enviesados, devido justamente à potencial endogeneidade da variável governança corporativa. Em geral, a endogenia nos estudos sobre governança ocorre devido à possível presença de variáveis omitidas, ou seja, pode ocorrer que certas características das empresas, que não tenham sido diretamente mensuradas ou controladas na regressão, exerçam influência simultânea nos regressores e na variável dependente. Outro problema de endogenia nas pesquisas sobre governança refere-se à eventual determinação simultânea das variáveis de interesse, que ocorre se houver uma relação de causalidade reversa estrutural entre a qualidade da governança e o valor de mercado das empresas, por exemplo. Aí, a relação acontece tanto no sentido de adoção de melhores práticas de governança para o valor de mercado, como também no sentido inverso, isto é, empresas bem avaliadas no mercado adotam melhores práticas de governança. Nesse caso, as variáveis alvos de interesse são determinadas de modo simultâneo e em equilíbrio, e a estimação por mínimos quadrados ordinários não é considerada suficiente para gerar resultado robusto.

Como solução para resolver os problemas das variáveis endógenas, Silveira, Barros e Famá (2005) sugerem a utilização de variáveis instrumentais, as quais devem apresentar uma forte correlação com a qualidade da governança e uma correlação nula com o termo de erro da equação original. Em outras palavras, os instrumentos devem afetar a variável de valor apenas através da governança e das outras variáveis que foram observadas e controladas.

O quadro a seguir apresenta uma síntese das relações e dos resultados obtidos nos estudos descritos neste capítulo.

<b>RELAÇÃO</b>	<b>RESULTADOS</b>	<b>AUTORES</b>
Controle acionário e estrutura de capital	Maior concentração acionária, menor endividamento	Procianoy e Schnorrenberg (2002)
Concentração acionária e desempenho	Não há relação entre o grau de concentração e o desempenho e estrutura de capital. Há relação a concentração de propriedade e a receita líquida	Dami, Rogers e Ribeiro (2007)
Governança e desempenho	Das três unidades estudadas, apenas uma confirma que a adesão ao nível de governança melhora o desempenho A adesão aos níveis de governança tem impacto positivo na liquidez As adoções das práticas de governança têm impacto positivo na valoração das ações, no volume negociado e na liquidez	Dalfor, Oliveira e Souza (2007)  Martins, Silva e Nardi (2006) Carvalho (2002)
Composição do conselho e desempenho	Pessoas diferentes ocupando cargos de diretor executivo e presidente do conselho, maior desempenho Independência do conselho, sem relação com o desempenho Sem relação significativa	Silveira (2002)  Bayesinger e Butler (1985). Bhagat e Black (1999). Hermalin e Weisbach (2001)
Composição do conselho e retorno	Conselho misto, melhor ROA e sem correlação com ROE	Wagner, Stampert e Fubara (1998)
Evidenciação e volatilidade	Maior evidenciação, menor volatilidade	Malacrita e Yamamoto (2005)
Grau de evidenciação e níveis de governança	A melhoria das informações é proporcional aos níveis diferenciados de governança	Gallon e Beuren (2005)
Níveis de governança e qualidade das informações contábeis	Não apresenta relação	Antunes e Costa (2007)
Relatórios de administração e níveis de governança	Pouca relação entre a defasagem nas divulgações e a governança corporativa	Iquiapaza, Tomaz e Amaral (2007)
Controladoria e governança corporativa	A controladoria reduz as assimetrias e minimiza os conflitos de interesses	Nascimento, Bianchi e Terra (2005)
Governança corporativa e criação de valor	Governança e lucro, relação positiva. Governança e risco, sem relação	Andrade (2008)
Governança corporativa e nível de gerenciamento	Fraca governança, exigência de maior gerenciamento	Ramos e Martinez (2006)



Governança corporativa e mercado de capitais	<i>A performance</i> do mercado de capitais depende mais de fatores macroeconômicos do que práticas de boa governança	Rogers, Ribeiro e Souza (2006)
Qualidade da governança corporativa e valor de mercado	Significativa relação positiva entre a qualidade da governança e o valor de mercado das empresas	Silveira, Barros e Famá (2005)

Quadro 2: Relações avaliadas e resultados obtidos nos estudos de governança corporativa.

### 3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Dados amostrais

Para a seleção da amostra, foram consideradas as empresas registradas como sociedade anônima de capital aberto, possuidoras de ações negociadas na BOVESPA, com dados disponíveis no ECONOMÁTICA e que ingressaram nos níveis de governança. Para compor a amostra, foram selecionadas as empresas listadas no N1, N2 e NM, até 31 de dezembro de 2006. Do total de 86 empresas, foram excluídas as empresas Suzano e Papel e Light S.A, devido à incorporação da primeira em outra empresa não pertencente aos níveis de governança e à reestruturação societária da segunda, ficando a amostra, no intervalo de 2001 a 2006, com um total de 84 empresas, conforme quadro 3.

EMPRESA	ANO	SEGMENTO
Bradesco	2001	N1
Bradespar	2001	N1
Gerdau S.A.	2001	N1
Itaú Banco	2001	N1
Itaúsa	2001	N1
Randon Part	2001	N1
Sadia S/A	2001	N1
Unibanco	2001	N1
Unibanco HLD	2001	N1
Vigor	2001	N1
Cemig	2001	N1
VCP	2001	N1
Net	2001	N2
Perdigão S/A	2001	NM
CCR Rodovias	2002	NM
Aracruz	2002	N1
Sabesp	2002	NM
Brasil TPar	2002	N1
Brasil Telec	2002	N2
Celesc	2002	N2
Marcopolo	2002	N2
Tran Paulist	2002	N1
Klabin	2002	N1
Braskem	2003	N1
Mangels Indl	2003	N1
P. Acúcar	2003	N1
Gerdau Met	2003	N1
Alpargatas	2003	N1
Cedro	2003	N1
Vale	2003	N1

Confab	2003	N1
Rossi Resid	2003	NM
Natura	2004	NM
Gol	2004	N2
ALL-América Lat	2004	N2
CPFL Energia	2004	NM
Grendene	2004	NM
Fras-Le	2004	N1
Dasa	2004	NM
Porto Seguro	2004	NM
Unipar	2004	N1
Suzano Petr	2004	N2
Eletropaulo	2004	N2
Renar	2005	NM
Duratex	2005	N1
Localiza	2005	NM
TAM S/A	2005	N2
Lojas Renner	2005	NM
Energias BR	2005	NM
OHL Brasil	2005	NM
Cyrela Realt	2005	NM
Ultrapar	2005	N1
Nossa Caixa	2005	NM
Tractebel	2005	NM
Cosan	2005	NM
UOL	2005	N2
Eternit	2005	NM
Copasa	2006	NM
Gafisa	2006	NM
Company	2006	NM
Totvs	2006	NM
Saraiva Livr	2006	N2
Abnote	2006	NM
Brasilagro	2006	NM
CSU Cardsyst	2006	NM
Lupatech	2006	NM
Datasul	2006	NM
Embraer	2006	NM
Brasil	2006	NM
Mmx Miner	2006	NM
Abyara	2006	NM
Cesp	2006	N1
Medial Saúde	2006	NM
Eletróbrás	2006	N1
Klabinsegall	2006	NM
M.Diasbranco	2006	NM
Brascan Res	22006	NM
Profarma	2006	NM
Terna Part	2006	N2
Ecodiesel	2006	NM
Odontoprev	2006	NM
Positivo Inf	2006	NM
São Carlos	2006	NM
Lopes Brasil	2006	NM

Quadro 3: Segmento das empresas listadas nos níveis N1, N2 e NM da BOVESPA.

Considerando que as primeiras aderências ocorreram em 2001, com vistas a garantir a tomada de dados antes e após o ingresso nos níveis de governança, foi estabelecido o ano de 2006 como período limite, devido à necessidade de se ter pelo menos um período posterior para a avaliação do efeito.

Foram definidos períodos de comparação com o propósito de se verificar exatamente quando o mercado reage ao ingresso nos níveis de governança. Por exemplo, a menor janela é para as empresas que aderiram aos níveis até 31 de dezembro de 2006, cujos dados dos doze meses seguintes (2007) são comparados aos dados dos doze meses anteriores ao ingresso (2005).

<b>ANO DE INGRESSO</b>	<b>ANTES</b>	<b>DEPOIS</b>	<b>JANELAS</b>
2001	2000	2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007	[2000, 2001] [2000, 2002] [2000, 2003] [2000, 2004] [2000, 2005] [2000, 2006] [2000, 2007]
2002	2001	2002 2003 2004 2005 2006 2007	[2001, 2002] [2001, 2003] [2001, 2004] [2001, 2005] [2001, 2006] [2001, 2007]
2003	2002	2003 2004 2005 2006 2007	[2002, 2003] [2003, 2004] [2003, 2005] [2003, 2006] [2003, 2007]
2004	2003	2004 2005 2006 2007	[2003, 2004] [2003, 2005] [2003, 2006] [2003, 2007]
2005	2004	2005 2006 2007	[2004, 2005] [2004, 2006] [2004, 2007]
2006	2005	2006 2007	[2005, 2006] [2005, 2007]

Quadro 4: Períodos da amostra.

### 3.2 Definição das variáveis

A pesquisa investiga o possível relacionamento entre governança corporativa, desempenho empresarial, desempenho de mercado e estrutura de capital das empresas consideradas na amostra. Para medir tal relação, a literatura apresenta um número amplo de

variáveis. Dentre as alternativas propostas buscou-se aliar os objetivos da pesquisa com a possibilidade de se conseguir os respectivos dados.

A seguir, o quadro 5 apresenta as variáveis de governança corporativa utilizadas no estudo.

VARIÁVEL	MEDIDA	FONTE	DATA
<i>Big five</i>	<i>Dummy=1</i> , se a companhia é auditada por uma empresa do grupo <i>big five</i> <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Sistema divulgação externa Bovespa - IAN	31/12/2007
Tipo de controlador	<i>Dummy=1</i> , um indivíduo e/ou empresa <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Sistema divulgação externa Bovespa - IAN	31/12/2007
% de ações ordinárias do maior acionista	Representatividade do maior acionista da empresa	Econômica	2000-2007
% de ações ordinárias dos cinco maiores acionistas	Representatividade dos 5 maiores acionistas da empresa	Econômica	2000-2007
% de ações ordinárias do acionista controlador	Representatividade do acionista controlador	Econômica	31/12/2007
Presença de acordo de acionistas	<i>Dummy=1</i> , se há acordo <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Sistema divulgação externa Bovespa - IAN	31/12/2007
Unificação de cargos	<i>Dummy=1</i> , se diretor executivo e presidente do conselho <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Sistema divulgação externa Bovespa - IAN	31/12/2007
Independência do conselho	$\frac{\text{Ext}}{\text{Tot}} - \frac{\text{Int}}{\text{Tot}}$ onde: <i>Tot</i> = n. total de membros do conselho <i>Ext</i> = n. de membros não executivos (externos) no conselho <i>Int</i> = n. de membros executivos (internos) no conselho	Medida proposta pelo Sistema divulgação externa da Bovespa - IAN	31/12/2007
Tipo de parecer	<i>Dummy=1</i> , com ressalva <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Sistema divulgação externa Bovespa - DFP	ano de ingresso
Emissão de debêntures	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Negócios sociais	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Investimentos em coligadas e/ou controladas	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Descrição dos negócios	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Comentários sobre a conjuntura econômica	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso

Recursos humanos	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Investimentos realizados e a realizar	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Pesquisa e desenvolvimento	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Novos produtos e serviços	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Meio ambiente	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Reformulações administrativas	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Direitos dos acionistas	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Perspectivas futuras	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Balanco social	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Fluxo de caixa	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Valor adicionado	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso
Auditores independentes em consultoria	<i>Dummy=1</i> , com divulgação <i>Dummy=0</i> , caso contrário	Relatório de administração	ano de ingresso

Quadro 5: Variáveis independentes: governança corporativa.

As informações foram coletadas junto ao banco de dados do ECONOMÁTICA, nos informativos anuais (IAN's), nas demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e nos relatórios de administração, dispostos no sistema de divulgação externa, da Comissão de Valores Mobiliários, disponível na *homepage* da BOVESPA. Com relação às informações constantes dos relatórios de administração, têm-se as consideradas obrigatórias, conforme a Lei n.6404/76, as recomendadas pelo Parecer de Orientação n. 15/87 da CVM e as dispostas na Lei n.11.638/07.

Com base nas variáveis encontradas na literatura, para o desempenho empresarial foram definidas as relacionadas no quadro 6.

VARIÁVEIS	MEDIDA
Liquidez Geral	$\frac{\text{ativo circulante} + \text{realizável a LP}}{\text{passivo circulante} + \text{passivo exigível a LP}}$
Liquidez corrente	$\frac{\text{ativo circulante}}{\text{passivo circulante}}$
ROE	$\frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}}$
ROA	$\frac{\text{lucro operacional}}{\text{ativo total}}$
Margem líquida	$\frac{\text{lucro líquido após o IR}}{\text{ativo total}}$
Ebitida	$\frac{\text{lucro operacional Ebitida}}{\text{ativo total}}$
Q de Tobin	$\frac{\text{Valor da empresa}}{\text{ativo total}}$

Quadro 6: Variáveis dependentes: desempenho empresarial.

Para o desempenho de mercado, as variáveis definidas encontram-se no quadro 7.

VARIÁVEIS	MEDIDA
Lucro por ação	$\frac{\text{lucro}}{\text{quantidade total de ações}}$
Liquidez em bolsa	$LQ = 100 \times \left(\frac{p}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)}$ <p>Onde:  <p><math>p</math> = n. e dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado  <math>P</math> = n. total de dias do período analisado  <math>n</math> = n. de negócios com a ação no período analisado  <math>N</math> = n. de negócios com todas as ações no período analisado  <math>v</math> = volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado  <math>V</math> = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado</p> </p>
Preço/VPA	$\frac{\text{preço}}{\text{valor patrimonial da ação}}$
Beta do Capm	estimado com base nos últimos 12 meses
Volatilidade (risco)	Desvio-padrão dos retornos contínuos das ações

Retorno	$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$
	onde, $P_{t+1}$ = preço/VPA em $t+1$
Volume de negócios	volume negociado em valores monetários
Turnover	$\frac{\text{volume negociado}}{\text{valor de mercado}}$

Quadro 7: Variáveis dependentes: desempenho de mercado.

O quadro 8 apresenta as variáveis relacionadas à estrutura de capital.

VARIÁVEIS	MEDIDA
Endividamento geral	$\frac{\text{passivo circulante} + \text{exigível a LP}}{\text{patrimônio líquido}}$
Endividamento do Ativo	$\frac{\text{passivo circulante} + \text{passivo exigível a LP}}{\text{ativo total}}$
Endividamento de curto prazo	$\frac{\text{dívida de curto prazo}}{\text{dívida total}}$
Financiamento do imobilizado	$\frac{\text{investimentos}}{\text{patrimônio líquido}}$
Tangibilidade das operações	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{receita líquida operacional}}$
Alavancagem financeira	$\frac{\text{variação percentual LPA}}{\text{variação percentual LAJIR}}$
Alavancagem operacional	$\frac{\text{Variação percentual LAJIR}}{\text{Variação percentual das vendas}}$

Quadro 8: Variáveis dependentes: estrutura de capital.

Com o objetivo de isolar possíveis influências no relacionamento das variáveis dependentes e independentes, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle:



VARIÁVEIS	MEDIDA
Ativo total	Valor publicado no balanço patrimonial do respectivo ano, constante do sistema de informações do Economática.
Receita operacional	Dados contábeis constantes dos demonstrativos dos resultados, disponíveis no sistema de informações do Economática.
<i>Payout</i>	Dividendos pagos por ação, constantes do sistema de informações do Economática.

Quadro 9: Variáveis de controle.

### 3.3 Tipo, abordagem e métodos de análise

A presente pesquisa, de cunho descritivo, tem o propósito de identificar e mensurar variáveis definidas *a priori*, no caso, as relativas à governança corporativa das empresas aderidas aos níveis 1 e 2 e ao Novo Mercado da BOVESPA. Conforme Gil (2002), a pesquisa descritiva descreve as características de determinada população ou fenômeno e também estabelece as relações entre as variáveis. A partir da seleção de uma série de aspectos, dimensões ou componentes do fenômeno, mede e avalia cada um, de forma independente, para assim descrever a questão investigada (SAMPIERI *et al.*, 1991).

Quanto à abordagem, esta pesquisa classifica-se como quantitativa, pois mede variáveis pré-estabelecidas, procurando verificar e explicar sua influência sobre outras variáveis, mediante a análise da frequência de incidências e correlações estatísticas (CHIZZOTTI, 1995). Em estudos quantitativos, conforme Martins (1994), é comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. A validação de provas científicas é efetivada através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das variáveis operacionais.

Como método inicial foi adotado a análise de conteúdo na verificação dos relatórios de administração. A referida técnica é considerada um método indireto de observação, uma vez que o respondente é observado através de expressão verbal ou escrita (FREITAS; JANISSEK, 2000).

A assimetria e curtose foram analisadas conforme Pestana e Gageiro (2003), que usam como medidas o quociente entre tais estatísticas e os respectivos erros padrões. O primeiro quociente é utilizado para não rejeitar a simetria, situação que ocorre quando seu resultado for inferior a 1,96 (ou aproximadamente 2), em valor absoluto. Se o resultado apresentar valor positivo e maior que 1,96 (= 2), a distribuição é assimétrica positiva. Por outro lado, se o quociente for inferior a -1,96 (= -2), a distribuição é considerada assimétrica

negativa. O segundo quociente (curtose) revela distribuição mesocúrtica sempre que apresentar resultado inferior a 1,96, platicúrtica se for menor que -1,96 (= -2) e leptocúrtica se o resultado for maior que 1,96 (= 2).

A análise dos dados foi efetivada através do programa SPSS e os dados foram organizados através da estatística descritiva que possibilitou identificar o período de ocorrência ou não do efeito governança. O teste *t* de *student* pareado permite abordar a igualdade de médias de duas amostras emparelhadas. Cada grupo foi analisado duas vezes, antes e depois de um tratamento ou intervenção, formando pares de observações, cujas diferenças são testadas para verificar se o resultado é ou não zero (PESTANA; GAGEIRO, 2003).

A diferença das médias foi calculada conforme a equação:

$$\Delta_i = \frac{\text{média}_{\text{depois}} - \text{média}_{\text{antes}}}{\text{média}_{\text{antes}}} \quad \text{com } i = 1, \dots, 27 \quad (1)$$

Assim, através do teste *t*, identifica-se o período de relevância do efeito, tendo por hipóteses:

$$\begin{cases} H_0 = \Delta_i = 0 \\ H_1 = \Delta_i \neq 0 \end{cases}$$

O período de relevância do efeito foi identificado também através do teste de Wilcoxon que, segundo Pestana e Gageiro (2003), é uma alternativa não paramétrica ao teste *t* para amostras emparelhadas.

A título de exemplo, considera-se 2005 como o ano de ingresso das empresas e, como variável de desempenho, o índice de liquidez geral (ILG), para o qual foi calculada a média ( $\mu$ ), antes e depois do ingresso.

Em tal exemplo, há três diferenças de médias, representadas por:

$$\Delta_1 = (\mu_{\text{depois}} - \mu_{\text{antes}}) / \mu_{\text{antes}}, \quad \text{para o período de [2004, 2005]}$$

$$\Delta_2 = (\mu_{\text{depois}} - \mu_{\text{antes}}) / \mu_{\text{antes}}, \quad \text{para o período de [2004, 2006]}$$

$$\Delta_3 = (\mu_{\text{depois}} - \mu_{\text{antes}}) / \mu_{\text{antes}}, \quad \text{para o período de [2004, 2007]}$$

O teste de Mann Whitney é usado para testar as diferenças entre dois grupos, sendo uma alternativa útil para o teste paramétrico *t* quando o tamanho amostral é pequeno

(SIEGEL; CASTELLAN, 2006). Assim, o teste foi aplicado para avaliar as diferenças nas variáveis de estrutura e desempenho, sendo os grupos definidos conforme a variável de governança corporativa.

Para analisar a correlação entre as variáveis, adotou-se o coeficiente de correlação de Pearson que segundo Pestana e Gageiro (2003), é uma medida de associação linear entre variáveis quantitativas e varia entre -1 e 1. Quanto mais próximo estiver dos valores extremos, tanto maior é a associação linear. Essa associação pode ser negativa ou positiva, isto é, quando a variação entre as variáveis ocorrer em sentido oposto ou no mesmo sentido, respectivamente. Os autores convencionaram que R menor que 0,2 indica associação muito baixa; entre 0,2 e 0,39, baixa associação; entre 0,4 e 0,69, moderada; entre 0,7 e 0,89, alta associação, e valores entre 0,9 e 1 indicam associação muito alta.

Com vistas a condensar a mensuração das variáveis, optou-se pela construção de um índice capaz de englobar as práticas de governança adotadas pelas empresas integrantes da amostra. Assim, o índice foi calculado considerando-se as seguintes variáveis constantes do Quadro 3: *big five*, tipo de controlador, presença de acordo dos acionistas, unificação dos cargos, tipo de parecer, emissão de debêntures, reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, negócios sociais, investimentos em controladas e/ou coligadas, descrição dos negócios, comentários sobre a conjuntura econômica, recursos humanos, investimentos realizados e a realizar, pesquisa e desenvolvimento, novos produtos e serviços, meio ambiente, reformulações administrativas, direitos dos acionistas, perspectivas futuras, balanço social, fluxo de caixa, valor adicionado e auditores independentes em consultoria. Tal índice foi construído a partir da divisão da soma dessas variáveis por vinte e três, sendo o resultado da divisão multiplicado por cem. Assim, a empresa que apresentasse todas essas variáveis teria o valor do índice igual a 100. Além do índice, foram consideradas como variáveis de governança as relacionadas com a estrutura do conselho e com a estrutura de propriedade e controle das empresas, a saber: independência do conselho, percentual de ações do acionista controlador, percentual de ações do maior acionista e percentual de ações dos cinco maiores acionistas.

A partir da identificação do efeito descrito anteriormente, foi aplicada a análise de regressão linear múltipla, com o propósito de avaliar se a governança corporativa influencia as variações na estrutura de capital e no desempenho das empresas. A análise de regressão múltipla é uma técnica estatística e abrange casos que envolvem mais de duas variáveis,

onde a variável dependente ou regressando  $Y$  depende de duas ou mais variáveis explanatórias ou regressores (GUJARATI, 2006).

De um modo genérico, segundo Gujarati (2006, p. 163-164), o relacionamento linear entre a variável dependente e as variáveis independentes é dado por:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_k X_{ki} + u_i \quad \text{com } i=1, \dots, n \quad (2)$$

Onde:

$Y$  = variável dependente

$X_j$  = variáveis explanatórias ou regressores com  $j=1, \dots, k$

$u$  = termo de erro

$\beta_0$  = termo constante ou intercepto

$\beta_j$  = coeficientes parciais de regressão, com  $j=1, \dots, k$ .

Os pressupostos de um modelo de regressão múltipla, conforme o mesmo autor, são:

1. O termo de erro  $u_i$  possui valor médio de zero, ou:

$$E(u_i | X_{1i}, X_{2i}) = 0 \quad \text{para cada } i \quad (2.1)$$

2. Ausência de correlação serial (autocorrelação), ou:

$$\text{cov}(u_i, u_j) = 0 \quad i \neq j \quad (2.2)$$

3. Homocedasticidade, ou:

$$\text{var}(u_i) = \sigma^2 \quad (2.3)$$

4. Covariância igual a zero entre  $u_i$  e cada variável  $X$ , ou:

$$\text{cov}(u_i, X_{1i}) = \text{cov}(u_i, X_{2i}) = 0 \quad (2.4)$$

5. Ausência de tendências de especificação, ou:

### O modelo está corretamente especificado

6. Ausência de multicolinearidade exata entre as variáveis  $X_{ji}$ . Formalmente pode-se escrever uma combinação linear (2.5) tal que, se todos  $\lambda_j$  forem zero, pode-se dizer que as variáveis são independentes, ou seja, não existe multicolinearidade entre elas.

$$\lambda_1 X_1 + \lambda_2 X_{2i} + \dots + \lambda_k X_{kn} = 0 \quad (2.5)$$

Assim, no presente estudo, para cada modelo de regressão, a variável dependente ( $Y$ ) é uma das medidas de variação das diferenças calculadas anteriormente, ou seja, o efeito.

A seguir, mostra-se, através de um exemplo, o modelo ajustado utilizado no estudo, o qual foi adaptado para a avaliação da estrutura de capital e para o desempenho com relação à governança.

$$\Delta = \beta_1 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ji} + \dots + \sum_{k=1}^m \beta_k (VC)_{ki} + u \quad (3)$$

Onde:

$\Delta$  = variação medida conforme (1)

$\beta_j$  = coeficientes das variáveis de governança, com  $j = 1, \dots, k$

$X_{ji}$  = variável de governança  $j$  para a empresa  $i$

$\beta_k$  = coeficiente das variáveis de controle, com  $k = 1, \dots, m$

$(VC)_{ki}$  = variáveis de controle  $k$  para a empresa  $i$

$u$  = erro

A significância dos coeficientes dos modelos de regressão estimados foi testada pela distribuição  $t$  de *student*, enquanto que o teste F-ANOVA foi utilizado para verificar o efeito ou influência que o conjunto das variáveis independentes exerce sobre a variável dependente. A significância do modelo, dada pelo teste F-ANOVA, com valores de significância inferiores a 0,05 indicam que a variável estatística exerce influência sobre a variável dependente e o modelo é significativo (CORRAR; PAULO; FILHO, 2007).

Para ajuste do modelo, deve-se considerar ainda a premissa da normalidade do erro, uma vez que, conforme Gujarati (2006), no contexto da regressão, geralmente se pressupõe que os erros ( $u$ ) seguem uma distribuição normal. Tal pressuposição foi testada através do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (KS), sob a hipótese nula de que a

distribuição da série testada é normal. Para Corrar, Paulo e Filho (2007), a normalidade dos resíduos, realizada através do teste KS, estabelece como regra de decisão a aceitação da hipótese nula (a distribuição da série testada é normal) sempre que o valor de significância for maior que 0,05. Os pressupostos descritos anteriormente foram examinados conforme segue.

A correlação serial foi detectada através do teste  $d$  de Durbin-Watson (DW) que, de acordo com Gujarati (2006), é o teste adequado para detectar a presença de correlação serial, sendo a hipótese nula do teste a evidência de autocorrelação.

Para o exame de homocedasticidade foi aplicado o teste de Pesarán-Pesarán desenvolvido para verificar se a variância dos resíduos mantém-se constante em todo o espectro das variáveis independentes. Segundo Corrar, Paulo e Filho (2007) a aceitação da hipótese nula implica dizer que os resíduos são homoscedásticos e que tal pressuposto é violado quando os valores de significância forem inferiores a 0,05. Isso significa que a variância dos resíduos não é constante para todas as observações referentes a cada conjunto de valores das variáveis independentes.

A estatística Durbin-Watson (DW) foi utilizada para avaliar a independência dos erros, isto é, no caso de aceitação da hipótese nula, entende-se que não existe correlação serial dos resíduos. A análise dessa estatística é feita a partir de valores tabelados. As conclusões sobre o coeficiente de DW consideram o limite crítico inferior ( $d_l$ ) e o limite crítico superior ( $d_u$ ), os quais dependem do nível de significância e do número de variáveis independentes ( $K-1$ ), onde  $K$  é o número de coeficientes da regressão e  $n$  o número de variáveis da amostra (GUJARATI, 2006). Sempre que o valor calculado estiver entre o intervalo  $d_u < d < 4-d_u$  inexistente a autocorrelação serial.

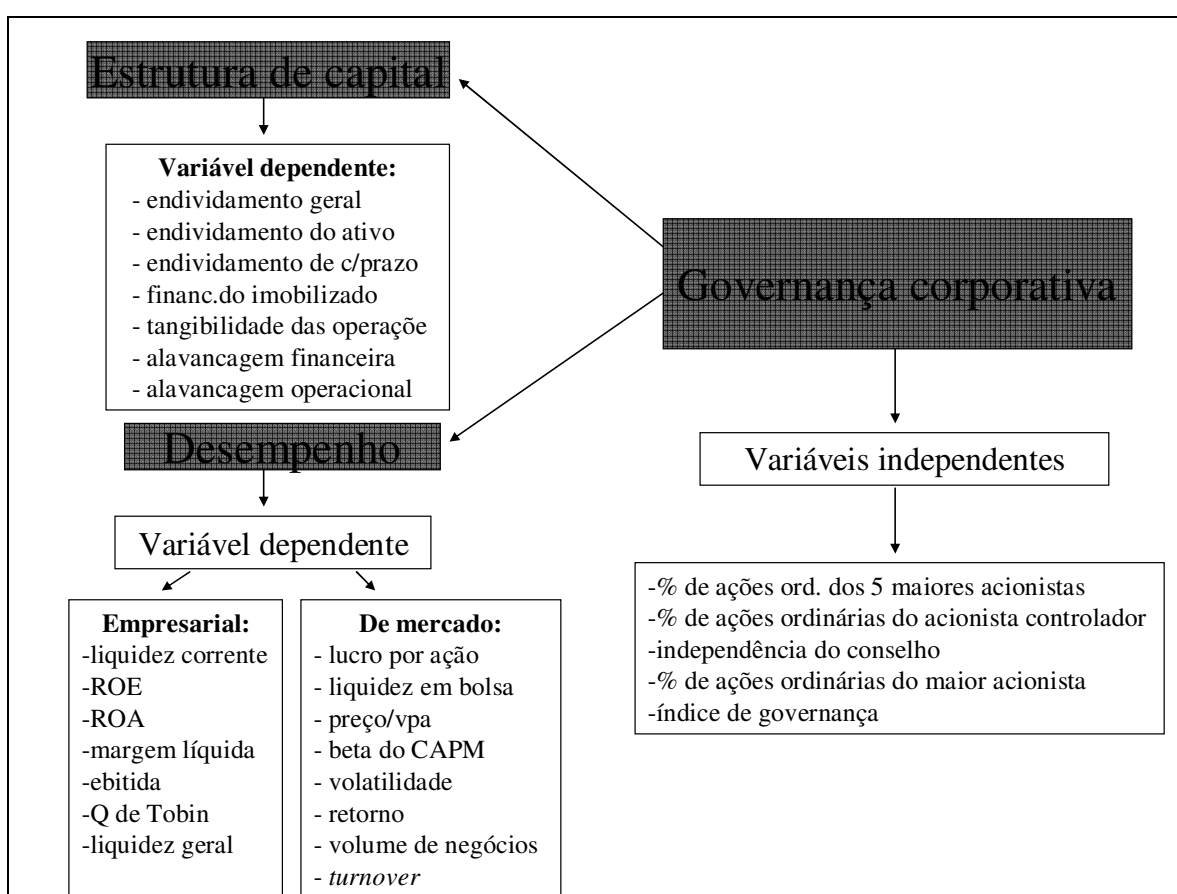
A premissa da multicolineariedade das variáveis foi verificada através do índice de tolerância (TOL) e do fator de inflação da variância (FIV) que para Gujarati (2006) quanto mais próxima de zero estiver a  $TOL_j$ , maior será o grau de colinearidade dessa variável com os demais regressores e, quanto maior o valor de  $FIV_j$  mais colinear é a variável. O autor estabelece os limites abaixo de 0,10 para a TOL e acima de 10 para FIV para considerar a existência de multicolineariedade.

Havendo a possibilidade de multicolineariedade das variáveis independentes, optou-se por usar o método *stepwise* para a estimação dos modelos. Segundo Corrar, Paulo e Filho (2007), a estimação *stepwise* possibilita examinar a contribuição adicional de cada variável independente ao modelo, pois cada variável é considerada para inclusão antes do

desenvolvimento da equação. O processo continua até que todas as variáveis independentes ainda não presentes no modelo tenham sua inclusão avaliada e a reação das variáveis já presentes no modelo seja observada quando dessas inclusões.

Para medir o quanto a linha de regressão amostral se ajusta aos dados, será utilizado o coeficiente de determinação múltiplo  $R^2$ , que indicará a proporção da variação total da variável dependente, que é explicada pela variação da variável independente. O coeficiente de determinação múltiplo  $R^2$  é o indicador mais utilizado para medir a qualidade do ajustamento de uma linha de regressão, considerando que mede a proporção ou percentual da variação total de  $Y$ , que é explicada pelas variáveis independentes. Com limites entre  $0 \leq R^2 \leq 1$ , quando  $R^2$  for igual a 1, tem-se um ajustamento perfeito, isto é, a regressão ajustada explica 100% da variação de  $X$  (GUJARATI, 2006).

O Quadro 10 demonstra o aspecto teórico do estudo.



Quadro 10: Estrutura teórica do estudo

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente capítulo disposto em cinco momentos aborda a descrição da amostra, a estatística descritiva, as diferenças de médias e a análise das equações de regressões lineares. De início, são retomados os dados amostrais e as variáveis utilizadas no estudo com apresentação dos dados omissos. A seguir, é apresentado um panorama da amostra envolvendo a análise inicial e a estatística descritiva das variáveis. Após, são demonstrados os períodos de relevância do efeito, através dos testes de diferenças de médias. Na sequência, são demonstradas as variações anuais das variáveis. O quinto e último momento refere-se à análise das correlações, com aplicação das equações de regressões lineares.

### 4.1 Descrição da amostra

A Tabela 1 apresenta a distribuição de frequência e percentual, com vistas a identificar o setor de atividade das empresas analisadas.

Tabela 1: Distribuição de frequência e percentuais por setor de atividade das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período de 2001 – 2006.

<b>SETOR DE ATIVIDADE</b>	<b>FREQÜÊNCIA</b>	<b>PERCENTUAL</b>
Eletroeletrônicos	1	1,20
Minerais não metálicos	1	1,20
Agro e pesca	2	2,40
Mineração	2	2,40
Telecomunicações	2	2,40
Papel e celulose	3	3,60
Software e dados	3	3,60
Têxtil	3	3,60
Comércio	4	4,80
Química	4	4,80
Alimentos e bebidas	5	6,00
Siderurgia & metalurgia	5	6,00
Transporte e serviços	6	7,10
Finanças e seguros	7	8,30
Construção	8	9,50
Energia elétrica	10	11,90
Outros	14	16,70
<b>TOTAL</b>	<b>84</b>	<b>100,00</b>



Pela classificação dos setores de atividade, disposta na Tabela 1, extraída do banco de dados do ECONOMÁTICA, percebe-se que o setor “outros” é o mais representativo, na medida em que apresenta o maior número de casos. Entretanto, as empresas enquadradas nesse setor referem-se aos diferentes ramos de atividade que não se enquadram nos setores previamente estabelecidos, a exemplo das empresas Odontoprev e Net. Observa-se que dentre os setores estabelecidos, o “energia elétrica” é o de maior representatividade, pois conta com 11,9% dos casos.

A seguir, buscou-se analisar a natureza do controle das empresas pesquisadas, cujos dados são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2: Distribuição de frequências e percentuais por natureza do controle das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

<b>NATUREZA DO CONTROLE</b>	<b>FREQUÊNCIA</b>	<b>PERCENTUAL</b>
Estatual holding	1	1,20
Estrangeira holding	1	1,20
Estrangeira	7	8,30
Estatual	8	9,50
Nacional holding	10	11,90
Privada nacional	57	67,90
<b>TOTAL</b>	<b>84</b>	<b>100,00</b>

Conforme estabelecido no capítulo do método, a natureza do controle foi identificada a partir das publicações efetuadas pelas empresas e constantes das informações anuais (IAN's). Percebe-se que a maioria das empresas integrantes do estudo é de origem brasileira e de natureza privada.

A partir da análise detalhada dos relatórios de administração, publicados no ano de ingresso das empresas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado, obteve-se a distribuição de frequência e respectivos percentuais das variáveis de governança corporativa dispostas na Tabela 3.

Tabela 3: Distribuição de freqüências e percentuais das variáveis de governança corporativa, relacionadas ao relatório de administração das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período de 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	NÃO DIVULGA INFORMAÇÃO		DIVULGA INFORMAÇÃO	
	Freqüência	Percentual	Freqüência	Percentual
Emissão de debêntures	50	59,50	34	40,50
Reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos	0	0,00	84	100,00
Negócios sociais	27	32,10	57	67,90
Investimentos em coligadas e/ou controladas	5	6,00	79	94,00
Descrição dos negócios	0	0,00	84	100,00
Comentários sobre a conjuntura econômica	14	16,70	70	83,30
Recursos humanos	14	16,70	70	83,30
Investimentos realizados e a realizar	4	4,80	80	95,20
Pesquisa e desenvolvimento	55	65,50	29	34,50
Novos produtos e serviços	11	13,10	73	86,90
Meio ambiente	36	42,90	48	57,10
Reformulações administrativas	22	26,20	62	73,80
Direitos dos acionistas	5	6,00	79	94,00
Perspectivas futuras	12	14,30	72	85,70
Balanço social	71	84,50	13	15,50
Fluxo de caixa	17	20,20	67	79,80
Valor adicionado	52	61,90	32	38,10
Audidores independentes em consultoria	28	33,30	56	66,70

O conteúdo do relatório de administração foi analisado conforme os itens obrigatórios de evidenciação, segundo a Lei 6404/76, os recomendados pela Comissão de Valores Mobiliários, através do Parecer de Orientação n. 15/87, e algumas informações adicionais constantes da Lei n. 11.638/07. Como esperado, pôde-se constatar que todas as empresas analisadas divulgam os respectivos relatórios de administração no *site* da BOVESPA. Verificou-se que a política de distribuição e/ou reinvestimento de lucros, bem como a descrição dos negócios foram as únicas informações dispostas pela totalidade das empresas analisadas. Mais da metade dos relatórios revelaram o envolvimento da empresa com alguma prática social e a utilização de auditores independentes em consultorias. Por outro lado, dentre as variáveis menos divulgadas, tem-se a emissão de debêntures e as relativas às informações adicionais, como o balanço social e a demonstração do valor adicionado (DVA). Pode-se conjecturar ainda que a não divulgação de informações sobre “pesquisa e desenvolvimento” possa ser uma política adotada pela empresa por tratar-se de uma área estratégica. As variáveis constantes da Tabela 4 referem-se às demais variáveis de governança não nominadas na tabela anterior, cujos dados, conforme estabelecido no capítulo do método, foram extraídos das informações anuais (IAN's).

Tabela 4: Distribuição de frequências e percentuais das variáveis de governança corporativa, relacionadas às informações anuais das 84 empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	FREQUÊNCIA	PERCENTUAL
Tipo de parecer com ressalva	7	8,30
sem ressalva	77	91,70
Auditoria <i>big five</i>	77	91,70
outras	7	8,30
Tipo de controlador com controlador	74	88,10
sem controlador	10	11,90
Acordo de acionistas sim	32	38,10
não	52	61,90
Unificação de cargos sim	21	25,00
não	63	75,00

Observa-se um percentual significativo no que tange ao tipo de empresa de auditoria, quando 91,70% das empresas analisadas adota como auditora uma das cinco pertencentes ao grupo das *big five* (Arthur Andersen, Ernst & Young, Price WaterHouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu e KPMG), e seus pareceres são geralmente sem ressalva. A unificação dos cargos no conselho de administração, ou seja, a ocupação simultânea, por uma mesma pessoa, dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, ocorre apenas em 25% dos casos, o que demonstra que a maioria das empresas analisadas separa os referidos cargos. Constata-se ainda a existência de empresas que não declaram o controlador nas informações anuais.

#### 4.1.1 Dados omissos

Para cada ano, analisou-se o percentual de dados faltantes para cada uma das variáveis. As Tabelas 5, 6, 7, 8 e 9 demonstram os números de casos ocorridos, relativos ao desempenho empresarial, ao desempenho de mercado, à estrutura de capital, à governança corporativa e às variáveis de controle, respectivamente, nos períodos considerados no estudo.

Tabela 5: Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de desempenho empresarial no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Liquidez geral 2000	14	100										
Liquidez geral 2001	14	100	9	100								
Liquidez geral 2002	14	100	9	100	9	100						
Liquidez geral 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Liquidez geral 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
Liquidez geral 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	21	78
Liquidez geral 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez geral 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez corrente 2000	14	100										
Liquidez corrente 2001	14	100	9	100								
Liquidez corrente 2002	14	100	9	100	9	100						
Liquidez corrente 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Liquidez corrente 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
Liquidez corrente 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	21	78
Liquidez corrente 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez corrente 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez imediata 2000	3	21										
Liquidez imediata 2001	3	21	0	0								
Liquidez imediata 2002	3	21	0	0	0	0						
Liquidez imediata 2003	3	21	0	0	0	0	0	0				
Liquidez imediata 2004	3	21	0	0	0	0	0	0	1	7		
Liquidez imediata 2005	3	21	0	0	0	0	0	0	1	7	1	4
Liquidez imediata 2006	3	21	0	0	0	0	0	0	1	7	1	4
Liquidez imediata 2007	3	21	0	0	0	0	0	0	1	7	1	4
ROE 2000	14	100										
ROE 2001	14	100	9	100								
ROE 2002	14	100	9	100	9	100						
ROE 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
ROE 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
ROE 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	20	74
ROE 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	24	89
ROE 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
ROA 2000	14	100										
ROA 2001	14	100	9	100								
ROA 2002	14	100	9	100	9	100						
ROA 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
ROA 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
ROA 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	20	74
ROA 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	24	89
ROA 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Margem líquida 2000	14	100										
Margem líquida 2001	14	100	9	100								
Margem líquida 2002	14	100	9	100	9	100						
Margem líquida 2003	14	100	9	100	9	100	10	91				
Margem líquida 2004	14	100	9	100	9	100	10	91	13	93		
Margem líquida 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	20	74
Margem líquida 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	24	89

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Margem líquida 2007	14	100	9	100	9	100	10	91	14	100	27	100
Ebitida 2000	11	79										
Ebitida 2001	11	79	9	100								
Ebitida 2002	11	79	9	100	9	100						
Ebitida 2003	11	79	9	100	9	100	11	100				
Ebitida 2004	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86		
Ebitida 2005	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86	19	70
Ebitida 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	23	85
Ebitida 2007	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96
Q de Tobin 2000	10	71										
Q de Tobin 2001	11	79	7	78								
Q de Tobin 2002	11	79	8	89	8	89						
Q de Tobin 2003	11	79	8	89	9	100	3	27				
Q de Tobin 2004	9	64	8	89	9	100	9	82	5	36		
Q de Tobin 2005	10	71	8	89	9	100	10	91	13	93	4	15
Q de Tobin 2006	10	71	9	100	9	100	11	100	13	93	25	93
Q de Tobin 2007	10	71	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96

Percebe-se que as variáveis relacionadas ao desempenho empresarial apresentam dados omissos, pelo menos, em algum dos períodos analisados, sendo que as variáveis “Ebitida” e “Q de Tobin” apresentam maior número de informações faltantes, as quais ocorreram no ano de aderência 2001. Destaca-se ainda um percentual elevado de dados omissos na variável “Q de Tobin”, relativas aos anos de 2003, 2004 e 2005, ocorridas nos anos de aderência 2004, 2005 e 2006, respectivamente.

A variável “liquidez imediata”, por apresentar percentual mínimo com relação ao número de casos, a partir desse ponto, foi excluída do estudo.

Tabela 6: Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de desempenho de mercado no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Liquidez em bolsa 2000	14	100										
Liquidez em bolsa 2001	14	100	9	100								
Liquidez em bolsa 2002	14	100	9	100	9	100						
Liquidez em bolsa 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Liquidez em bolsa 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100		
Liquidez em bolsa 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez em bolsa 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Liquidez em bolsa 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Lucro por ação 2000	14	100										
Lucro por ação 2001	14	100	9	100								
Lucro por ação 2002	14	100	9	100	9	100						
Lucro por ação 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Lucro por ação 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Lucro por ação 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	20	74
Lucro por ação 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	24	89
Lucro por ação 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Preço/VPA 2000	13	93										
Preço/VPA 2001	14	100	7	78								
Preço/VPA 2002	14	100	8	89	8	89						
Preço/VPA 2003	14	100	8	89	9	100	3	27				
Preço/VPA 2004	12	86	8	89	9	100	9	82	5	36		
Preço/VPA 2005	13	93	8	89	9	100	10	91	14	100	5	19
Preço/VPA 2006	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	26	96
Preço/VPA 2007	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Beta 2000	13	93										
Beta 2001	14	100	8	89								
Beta 2002	13	93	9	100	9	100						
Beta 2003	14	100	9	100	9	100	3	27				
Beta 2004	14	100	9	100	9	100	3	27	4	29		
Beta 2005	14	100	9	100	9	100	9	82	5	36	5	19
Beta 2006	14	100	9	100	9	100	10	91	14	100	5	19
Beta 2007	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Retorno 2000	12	86										
Retorno 2001	13	93	8	89								
Retorno 2002	14	100	8	89	8	89						
Retorno 2003	14	100	9	100	8	89	3	27				
Retorno 2004	14	100	9	100	9	100	3	27	5	36		
Retorno 2005	14	100	9	100	9	100	9	82	5	36	5	19
Retorno 2006	13	93	9	100	9	100	10	91	14	100	5	19
Retorno 2007	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Volatilidade 2000	10	71										
Volatilidade 2001	11	79	8	89								
Volatilidade 2002	11	79	8	89	5	56						
Volatilidade 2003	11	79	9	100	6	67	2	18				
Volatilidade 2004	11	79	9	100	7	78	3	27	4	29		
Volatilidade 2005	11	79	9	100	7	78	8	73	5	36	4	15
Volatilidade 2006	13	93	9	100	8	89	10	91	14	100	4	15
Volatilidade 2007	13	93	9	100	8	89	11	100	14	100	26	96
Volume 2000	14	100										
Volume 2001	14	100	9	100								
Volume 2002	14	100	9	100	9	100						
Volume 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Volume 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100		
Volume 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Volume 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Volume 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Turnover 2000	13	93										
Turnover 2001	14	100	8	89								
Turnover 2002	14	100	9	100	8	89						
Turnover 2003	14	100	9	100	9	100	3	27				
Turnover 2004	12	86	9	100	9	100	9	82	5	36		
Turnover 2005	13	93	9	100	9	100	10	91	14	100	5	19
Turnover 2006	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Turnover 2007	13	93	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100



VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Financiamento do imobilizado 2001	11	79	9	100								
Financiamento do imobilizado 2002	11	79	9	100	9	100						
Financiamento do imobilizado 2003	11	79	9	100	9	100	11	100				
Financiamento do imobilizado 2004	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86		
Financiamento do imobilizado 2005	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	20	74
Financiamento do imobilizado 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96
Financiamento do imobilizado 2007	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96
Tangibilidade das operações 2000	11	79										
Tangibilidade das operações 2001	11	79	9	100								
Tangibilidade das operações 2002	11	79	9	100	9	100						
Tangibilidade das operações 2003	11	79	9	100	9	100	10	91				
Tangibilidade das operações 2004	11	79	9	100	9	100	10	91	12	86		
Tangibilidade das operações 2005	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86	19	70
Tangibilidade das operações 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	23	85
Tangibilidade das operações 2007	11	79	9	100	9	100	10	91	13	93	26	96
Alavancagem financeira 2000	11	79										
Alavancagem financeira 2001	11	79	9	100								
Alavancagem financeira 2002	11	79	9	100	9	100						
Alavancagem financeira 2003	11	79	9	100	9	100	11	100				
Alavancagem financeira 2004	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86		
Alavancagem financeira 2005	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86	19	70
Alavancagem financeira 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	23	85
Alavancagem financeira 2007	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96
Alavancagem operacional 2000	10	71										
Alavancagem operacional 2001	10	71	7	78								
Alavancagem operacional 2002	10	71	7	78	9	100						
Alavancagem operacional 2003	11	79	9	100	9	100	10	91				
Alavancagem operacional 2004	10	71	7	78	9	100	9	82	10	71		



VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Alavancagem operacional 2005	10	71	7	78	9	100	9	82	10	71	17	63
Alavancagem operacional 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	23	85
Alavancagem operacional 2007	10	71	7	78	9	100	9	82	11	79	24	89

Verifica-se que as variáveis “endividamento geral” e “financiamento do ativo” apresentaram grande percentual de dados válidos. As demais apresentaram dados omissos, em especial no ano de aderência 2001.

Tabela 8: Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de governança corporativa no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
% de ações do maior acionista 2000	14	100										
% de ações do maior acionista 2001	14	100	9	100								
% de ações do maior acionista 2002	14	100	9	100	9	100						
% de ações do maior acionista 2003	14	100	9	100	9	100	7	64				
% de ações do maior acionista 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	8	57		
% de ações do maior acionista 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	12	44
% de ações do maior acionista 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
% de ações do maior acionista 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
% de ações dos cinco maiores acionistas 2000	14	100										
% de ações dos cinco maiores acionistas 2001	14	100	9	100								
% de ações dos cinco maiores acionistas 2002	14	100	9	100	9	100						
% de ações dos cinco maiores acionistas 2003	14	100	9	100	9	100	7	64				
% de ações dos cinco maiores acionistas 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	8	57		
% de ações dos cinco maiores acionistas 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	12	44
% de ações dos cinco maiores acionistas 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
% de ações dos cinco maiores acionistas 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100

Os dados coletados indicam que, nos primeiros três anos, ambas as variáveis apresentam totalidade de informações. A pouca ocorrência de dados omissos acontece a partir do quarto ano de aderência e nas variáveis relativas aos anos de 2003, 2004 e 2005.

Tabela 9: Número de casos e percentuais válidos, relativos às variáveis de controle no período 2000 – 2007, para as empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado da Bovespa, no período 2001 – 2006.

VARIÁVEIS	ANO 2001		ANO 2002		ANO 2003		ANO 2004		ANO 2005		ANO 2006	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
<i>Payout</i> 2000	13	93										
<i>Payout</i> 2001	14	100	9	100								
<i>Payout</i> 2002	14	100	9	100	9	100						
<i>Payout</i> 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
<i>Payout</i> 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
<i>Payout</i> 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	19	70
<i>Payout</i> 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93	24	89
<i>Payout</i> 2007	13	93	9	100	8	89	9	82	13	93	23	85
Receita líquida 2000	11	79										
Receita líquida 2001	11	79	9	100								
Receita líquida 2002	11	79	9	100	9	100						
Receita líquida 2003	11	79	9	100	9	100	11	100				
Receita líquida 2004	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86		
Receita líquida 2005	11	79	9	100	9	100	11	100	12	86	19	70
Receita líquida 2006	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	23	85
Receita líquida 2007	11	79	9	100	9	100	11	100	13	93	26	96
Ativo total 2000	14	100										
Ativo total 2001	14	100	9	100								
Ativo total 2002	14	100	9	100	9	100						
Ativo total 2003	14	100	9	100	9	100	11	100				
Ativo total 2004	14	100	9	100	9	100	11	100	13	93		
Ativo total 2005	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	21	78
Ativo total 2006	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100
Ativo total 2007	14	100	9	100	9	100	11	100	14	100	27	100

Os anos de aderência 2002 e 2003 foram os que apresentaram a totalidade de informações para todas as variáveis consideradas. Os demais períodos mostram reduzido número de casos omissos.

Diante dos resultados apresentados nas Tabelas 5 a 9, pode-se constatar que para a maioria das variáveis a quantidade de dados faltantes é mínima. Portanto, optou-se por continuar a análise sem a adoção de técnicas de substituição dos dados omissos.

## 4. 2 Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas referentes às variáveis relacionadas à governança corporativa, desempenho empresarial, desempenho de mercado, estrutura de capital e as de controle, no período 2000-2007, constam das Tabelas 10, 11, 12, 13, e 14, respectivamente.

Os valores mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e Novo Mercado, por ano de ingresso, encontram-se dispostos nas tabelas constantes do Apêndice A.

Tabela 10: Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose, das variáveis de governança corporativa, no período 2000 – 2007.

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
% de ações do maior acionista 2000	53	12,00	100,00	55,79	24,68	0,20	0,61	-0,76	-1,19
% de ações do maior acionista 2001	56	12,00	100,00	57,16	25,25	0,18	0,57	-0,87	-1,40
% de ações do maior acionista 2002	56	12,00	100,00	57,75	25,74	0,14	0,44	-0,94	-1,51
% de ações do maior acionista 2003	56	12,00	100,00	59,27	26,24	-0,07	-0,22	-1,02	-1,62
% de ações do maior acionista 2004	61	12,00	100,00	58,16	26,00	0,02	0,08	-0,95	-1,58
% de ações do maior acionista 2005	69	6,00	100,00	55,12	25,36	0,16	0,54	-0,75	-1,32
% de ações do maior acionista 2006	84	5,00	100,00	51,11	26,29	0,28	1,08	-0,80	-1,54
% de ações do maior acionista 2007	84	6,00	100,00	50,12	27,15	0,32	1,21	-0,83	-1,61
% de ações dos 5 maiores acionistas 2000	53	28,00	100,00	84,38	16,47	-1,37	-4,17	2,10	3,26
% de ações dos 5 maiores acionistas 2001	56	28,00	100,00	84,45	16,57	-1,43	-4,47	2,38	3,80
% de ações dos 5 maiores acionistas 2002	56	28,00	100,00	83,82	16,85	-1,27	-3,99	1,82	2,91
% de ações dos 5 maiores acionistas 2003	56	28,00	100,00	84,41	17,21	-1,39	-4,34	1,82	2,91
% de ações dos 5 maiores acionistas 2004	61	34,00	100,00	83,02	17,22	-1,07	-3,48	0,78	1,30
% de ações dos 5 maiores acionistas 2005	69	6,00	100,00	79,04	19,31	-1,16	-4,02	1,94	3,41
% de ações dos 5 maiores acionistas 2006	84	11,00	100,00	72,69	21,03	-0,57	-2,15	-0,34	-0,67
% de ações dos 5 maiores acionistas 2007	84	11,00	100,00	71,37	22,36	-0,64	-2,45	-0,13	-0,27
% de ações do acionista controlador	84	0,00	100,00	57,01	28,89	-0,57	-2,16	-0,22	-0,43
Independência do conselho	84	-0,09	1,00	0,77	0,24	-1,09	-4,17	1,19	2,29

mín=mínimos; máx=máximos; méd=média; desv-padr.=desvio padrão; ass=assimetria; sig.ass=significância da assimetria; curt=curtose; sig.curt= significância da curtose

Em média, a estrutura de propriedade apresenta 55,56% das ações ordinárias com relação ao maior acionista e 80,40% com os cinco maiores investidores, o que representa alta concentração de poder. A concentração média de ações em posse do acionista controlador é de 57,01%. Com relação à composição do conselho, percebe-se um número médio de 10 membros, sendo um membro interno e nove externos. Salienta-se que o tamanho ideal do conselho (soma dos membros internos e externos), recomendado pela CVM e pelos códigos de boa governança, é de cinco a nove membros. Entretanto, o alto número de conselheiros externos atende à exigência da Lei 6404/76, que limita em um terço os membros do conselho eleitos para os cargos de diretores. Dessa forma, o índice mínimo da variável independência do conselho deve ser 0,33; no caso, apresentou valor médio de 0,77, indicando pleno atendimento ao dispositivo legal.

A variável “% de ações do maior acionista” apresenta valores de significância de assimetria positivos e inferiores a 1,96, na grande maioria dos períodos. Dessa forma, a variável apresenta-se simétrica, enquanto a curtose apresenta curva mesocúrtica para todos os períodos. As variáveis “número de membros internos e externos” mostram distribuição assimétrica altamente positiva, com curva leptocúrtica. Verifica-se distribuição assimétrica negativa nas variáveis “independência do conselho”, “% de ações do acionista controlador” e “% de ações dos 5 maiores acionistas”. Observa-se que essas duas últimas, nos anos de 2004, 2006 e 2007, apresentam curva mesocúrtica. Nos demais períodos, para a variável “% de ações dos 5 maiores acionistas”, a distribuição é leptocúrtica, pois apresenta valores de significância bem superiores a 1,96.

Tabela 11: Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de desempenho empresarial, no período 2000 – 2007.

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Liquidez geral 2000	52	0,11	6,05	1,02	0,86	4,12	12,49	23,05	35,45
Liquidez geral 2001	54	0,11	6,75	1,00	0,90	5,04	15,50	31,68	49,58
Liquidez geral 2002	58	0,18	3,90	0,90	0,56	2,89	9,19	13,62	22,04
Liquidez geral 2003	63	0,13	3,49	0,96	0,61	2,22	7,33	6,73	11,30
Liquidez geral 2004	68	0,16	2,81	1,03	0,55	1,46	5,01	2,89	5,03
Liquidez geral 2005	78	0,02	3,17	1,10	0,58	1,14	4,17	1,87	3,47
Liquidez geral 2006	84	0,18	16,85	1,58	1,96	6,02	22,88	45,37	87,25
Liquidez geral 2007	84	0,14	4,46	1,22	0,88	1,93	7,33	3,82	7,34
Liquidez corrente 2000	52	0,19	20,99	1,81	2,83	6,33	19,18	43,27	66,56
Liquidez corrente 2001	54	0,22	25,96	1,78	3,44	6,78	20,85	48,22	75,45
Liquidez corrente 2002	58	0,11	15,18	1,53	1,95	6,26	19,93	43,98	71,16
Liquidez corrente 2003	63	0,18	10,98	1,56	1,49	4,87	16,12	27,98	47,02
Liquidez corrente 2004	68	0,31	8,56	1,63	1,13	3,93	13,50	21,54	37,51
Liquidez corrente 2005	78	0,02	12,53	1,81	1,51	5,10	18,76	33,74	62,71
Liquidez corrente 2006	84	0,38	16,80	2,48	2,27	4,04	15,34	21,41	41,17

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
ROE 2000	52	-1,60	1,17	0,11	0,31	-2,53	-7,66	21,59	33,21
ROE 2001	53	-2,24	0,96	0,08	0,37	-4,79	-14,64	32,45	50,38
ROE 2002	58	-10,64	2,35	-0,19	1,53	-5,82	-18,53	39,30	63,58
ROE 2003	63	-0,12	4,15	0,25	0,56	5,98	19,80	40,54	68,12
ROE 2004	68	-0,08	1,79	0,21	0,24	4,53	15,56	28,55	49,74
ROE 2005	76	-0,22	1,72	0,24	0,25	3,21	11,64	17,30	31,74
ROE 2006	81	-0,14	0,72	0,14	0,14	0,90	3,36	2,88	5,45
ROE 2007	84	-0,19	1,92	0,18	0,23	5,29	20,09	39,43	75,82
ROA 2000	52	-0,15	0,17	0,04	0,06	-0,22	-0,65	1,08	1,66
ROA 2001	53	-0,28	0,20	0,03	0,08	-1,10	-3,37	3,61	5,59
ROA 2002	58	-0,66	0,23	0,00	0,14	-2,44	-7,77	9,39	15,20
ROA 2003	63	-0,26	0,32	0,06	0,08	0,19	0,61	5,25	8,81
ROA 2004	68	-0,07	0,39	0,09	0,09	1,24	4,24	1,42	2,47
ROA 2005	76	-0,13	0,62	0,11	0,11	1,83	6,63	5,98	10,96
ROA 2006	81	-0,10	0,39	0,07	0,08	0,84	3,14	2,23	4,22
ROA 2007	84	-0,08	0,31	0,08	0,07	0,53	2,02	0,66	1,26
Margem líquida 2000	51	-41,15	199,46	10,01	30,37	4,83	14,51	31,35	47,78
Margem líquida 2002	57	-83,66	413,11	3,23	63,55	4,39	18,75	32,89	65,98
Margem líquida 2001	52	-61,07	344,68	11,34	49,34	6,19	13,88	42,89	52,78
Margem líquida 2003	62	-03,06	36,31	6,40	18,20	-3,57	-11,72	21,32	35,59
Margem líquida 2004	67	-15,24	31,77	9,68	8,45	0,50	1,69	1,24	2,14
Margem líquida 2005	76	-27,56	59,96	11,07	11,92	0,72	2,61	4,39	8,05
Margem líquida 2006	81	-1003,12	36,19	-3,89	113,15	-8,83	-33,05	78,83	149,01
Margem líquida 2007	83	-97,31	375,11	16,07	43,59	6,77	25,62	57,91	110,72
Rentabilidade 2000	48	-0,18	0,23	0,07	0,07	-0,47	-1,38	2,38	3,52
Ebitida 2001	49	-0,18	0,28	0,09	0,08	-0,29	-0,85	2,10	3,14
Ebitida 2002	54	-0,31	0,22	0,07	0,09	-1,52	-4,66	5,18	8,10
Ebitida 2003	59	-0,17	0,43	0,11	0,09	0,79	2,52	4,98	8,13
Ebitida 2004	63	-0,15	1,07	0,15	0,15	4,16	13,76	25,82	43,39
Ebitida 2005	71	-0,05	0,70	0,15	0,13	2,24	7,87	6,40	11,36
Ebitida 2006	76	-0,08	0,39	0,11	0,09	1,09	3,93	2,10	3,84
Ebitida 2007	79	-0,13	0,51	0,11	0,10	1,01	3,70	3,33	6,21
Q de Tobin 2000	37	-0,21	3,24	0,65	0,54	3,01	7,75	14,21	18,72
Q de Tobin 2001	37	-0,14	1,49	0,59	0,36	0,07	0,18	0,41	0,54
Q de Tobin 2002	38	-0,18	1,66	0,60	0,39	0,20	0,52	0,80	1,06
Q de Tobin 2003	40	-0,18	1,86	0,77	0,45	0,25	0,66	0,69	0,93
Q de Tobin 2004	44	-0,30	6,37	1,21	1,16	2,77	7,75	9,84	14,02
Q de Tobin 2005	54	-0,28	6,25	1,34	1,18	2,38	7,31	6,99	10,94
Q de Tobin 2006	77	-0,10	44,04	2,10	4,97	8,12	29,64	69,01	127,56
Q de Tobin 2007	78	-0,18	4,00	1,45	0,84	1,02	3,75	1,08	2,01

mín=mínimos; máx=máximos; méd=média; desv-padr.=desvio padrão; ass=assimetria; sig.ass=significância da assimetria; curt=curtose; sig.curt= significância da curtose

O índice de liquidez geral, utilizado para mostrar a capacidade de pagamento de longo prazo, pode apresentar parâmetros maiores, iguais e até menores que 1, considerando que as parcelas a longo prazo são todas as excedentes a um ano da data do balanço. No caso específico, o índice médio apresenta valores superiores a 1, indicando que em média as empresas possuem capacidade de pagamento. O índice de liquidez corrente, com valores médios superiores a 1, indica uma boa capacidade da empresa em saldar seus compromissos de curto prazo, para todos os períodos analisados. O indicador de retorno (ROE) apresenta

índices médios em torno de 8 a 25 %, com destaque para o ano de 2002, quando apresenta percentual negativo. Tanto para o ROA quanto para o Ebitida, os anos de 2004 e 2005 apresentam valores médios de retorno mais elevados, destacando-se que, quanto maior o índice, melhor a capacidade da empresa em gerar lucro antes dos impostos e juros. Na variável “margem líquida”, destaca-se o ano de 2007, que apresenta 16,07 % como índice médio obtido em cada venda. Com relação ao “Q de Tobin”, até 2003 percebem-se índices médios inferiores a 1, o que indica baixo valor da firma. Entretanto, a partir de 2004, o índice apresenta-se com valores médios superiores a 1, indicando que as empresas possuem papéis mais valorizados.

Os valores de significância da assimetria e da curtose, em sua maioria, são muito superiores a 1,96, indicando que as variáveis são assimétricas positivas com curva leptocúrtica. Destaca-se a variável Q de Tobin que, por apresentar valores de significância de assimetria e curtose no intervalo entre -1,96 a +1,96, mostra-se simétrica e mesocúrtica no período 2001-2003.

Tabela 12: Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de desempenho de mercado no período 2000 – 2007.

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Liquidez em bolsa 2000	84	0,00	6,11	0,35	0,92	4,10	15,57	19,95	38,36
Liquidez em bolsa 2001	84	0,00	4,14	0,37	0,84	2,76	10,49	7,15	13,75
Liquidez em bolsa 2002	84	0,00	5,09	0,40	0,91	3,12	11,84	10,51	20,21
Liquidez em bolsa 2003	84	0,00	3,77	0,38	0,77	2,56	9,73	6,29	12,10
Liquidez em bolsa 2004	84	0,00	3,74	0,41	0,76	2,41	9,16	5,71	10,98
Liquidez em bolsa 2005	84	0,00	6,69	0,51	1,00	3,66	13,91	17,85	34,33
Liquidez em bolsa 2006	84	0,00	7,39	0,62	1,01	4,29	16,29	25,01	48,09
Liquidez em bolsa 2007	84	0,00	9,34	0,64	1,14	5,73	21,78	41,87	80,52
Lucro por ação 2000	52	-65982,26	8,09	-1268,49	9150,15	-7,21	-21,85	52,00	80,00
Lucro por ação 2001	53	-65995,59	6,22	-1245,52	9065,15	-7,28	-22,26	53,00	82,30
Lucro por ação 2002	58	-49,59	4,78	-1,10	7,12	-5,80	-18,48	38,85	62,86
Lucro por ação 2003	63	-2,47	8,33	1,26	1,98	1,57	5,20	3,03	5,09
Lucro por ação 2004	68	-0,41	8,95	1,58	1,95	2,03	6,98	4,12	7,18
Lucro por ação 2005	76	-2,00	9,88	1,66	2,10	1,95	7,07	4,42	8,12

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>N.</b>	<b>MÍN.</b>	<b>MÁX.</b>	<b>MÉD.</b>	<b>DES.- PADR.</b>	<b>ASS.</b>	<b>SIG. ASS.</b>	<b>CURT.</b>	<b>SIG. CURT.</b>
Lucro por ação									
2007	84	-1,39	10,07	1,76	1,92	2,10	8,00	5,81	11,18
Preço/VPA									
2000	41	0,16	25,60	1,67	3,93	5,92	16,05	36,64	50,61
Preço/VPA									
2001	41	0,11	7,30	1,18	1,21	3,55	9,62	16,23	22,41
Preço/VPA									
2002	42	0,12	8,06	1,26	1,32	3,59	9,84	17,13	23,90
Preço/VPA									
2003	44	-11,35	5,44	1,42	2,25	-4,21	-11,80	24,97	35,57
Preço/VPA									
2004	48	-5,95	15,07	2,50	2,93	1,85	5,38	8,54	12,68
Preço/VPA									
2005	59	0,30	16,80	2,95	2,71	2,81	9,04	11,19	18,25
Preço/VPA									
2006	82	0,35	133,65	4,81	14,64	8,63	32,43	76,56	145,55
Preço/VPA									
2007	83	0,32	62,02	3,80	6,78	7,94	30,07	68,32	130,62
Beta 2000	41	-0,30	1,67	0,70	0,47	-0,02	-0,06	-0,27	-0,37
Beta 2001	43	-0,14	1,91	0,71	0,46	0,25	0,69	-0,30	-0,42
Beta 2002	42	-0,34	2,84	0,65	0,58	1,39	3,80	3,89	5,42
Beta 2003	44	-0,74	3,19	0,68	0,77	1,00	2,79	1,50	2,13
Beta 2004	44	-0,25	2,02	0,83	0,51	0,04	0,11	0,14	0,20
Beta 2005	51	-0,23	2,50	0,80	0,50	0,52	1,57	1,89	2,88
Beta 2006	61	-1,14	3,15	0,74	0,64	0,52	1,71	3,13	5,19
Beta 2007	83	-1,18	2,70	0,83	0,75	0,13	0,49	0,16	0,31
Retorno 2000	40	-0,41	0,83	-0,03	0,29	0,86	2,30	0,48	0,66
Retorno 2001	41	-0,63	1,04	0,00	0,33	0,89	2,41	1,19	1,64
Retorno 2002	41	-0,49	21,51	0,60	3,37	6,25	16,93	39,63	54,74
Retorno 2003	43	0,01	4,10	0,83	0,78	2,12	5,87	6,64	9,36
Retorno 2004	45	-0,36	7,32	0,56	1,13	5,04	14,24	29,76	42,82
Retorno 2005	51	-0,50	3,50	0,30	0,63	2,87	8,62	12,60	19,20
Retorno 2006	60	-0,44	1,98	0,42	0,46	1,13	3,65	1,74	2,86
Retorno 2007	83	-0,57	3,92	0,26	0,68	3,05	11,55	12,63	24,16
Volatilidade									
2000	32	36,61	77,91	47,20	9,39	1,69	4,09	3,05	3,76
Volatilidade									
2001	32	22,32	72,36	46,76	10,62	0,10	0,23	0,11	0,14
Volatilidade									
2002	32	26,85	110,61	43,70	14,99	2,94	7,11	12,59	15,56
Volatilidade									
2003	35	18,65	77,46	36,21	10,50	1,95	4,89	6,17	7,94
Volatilidade									
2004	37	21,67	64,10	38,53	8,94	1,06	2,72	1,75	2,31
Volatilidade									
2005	44	20,05	55,18	36,43	6,58	0,31	0,85	0,80	1,13
Volatilidade									
2006	58	16,22	70,88	38,42	9,18	1,01	3,23	2,15	3,49
Volatilidade									
2007	81	26,56	95,32	40,00	8,57	3,41	12,76	20,97	39,63
Volume 2000	84	0,00	14351993,00	883766,10	2320817,55	3,72	14,14	15,53	29,86
Volume 2001	84	0,00	7975559,00	733763,35	1767034,02	2,81	10,68	7,00	13,46
Volume 2002	84	0,00	8892328,00	707245,25	1774826,17	3,24	12,30	10,37	19,94
Volume 2003	84	0,00	8657882,00	801197,50	1794507,57	2,93	11,12	8,29	15,95
Volume 2004	84	0,00	13789455,00	1237723,36	2509674,82	2,92	11,11	9,19	17,66
Volume 2005	84	0,00	29107055,00	2023192,07	4261965,74	4,13	15,70	21,09	40,55
Volume 2006	84	0,00	47045676,00	3420948,26	6160060,06	4,95	18,81	31,25	60,09

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.-PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Turnover 2000	42	0,00	1,48	0,30	0,34	1,93	5,28	3,54	4,93
Turnover 2001	42	0,00	1,57	0,27	0,28	2,71	7,42	10,17	14,18
Turnover 2002	44	0,00	1,80	0,25	0,31	3,23	9,04	13,66	19,46
Turnover 2003	45	0,00	1,02	0,22	0,25	1,87	5,28	3,33	4,80
Turnover 2004	49	0,00	2,38	0,31	0,42	3,75	11,04	15,69	23,49
Turnover 2005	60	0,00	1,84	0,36	0,33	2,32	7,52	7,36	12,10
Turnover 2006	83	0,00	1,44	0,44	0,31	1,28	4,86	1,52	2,91
Turnover 2007	83	0,01	1,92	0,73	0,46	0,90	3,41	-0,06	-0,11

mín=mínimos; máx=máximos; méd=média; desv-padr.=desvio padrão; ass=assimetria; sig.ass=significância da assimetria; curt=curtose; sig.curt= significância da curtose

Os índices médios da liquidez em bolsa, para cujo cálculo se considera o número de dias em que a ação é negociada, o volume da transação e o número de negócios, evoluíram a partir de 2003. De igual forma, a partir desse período, o lucro anual que cabe a cada ação apresentou melhora em seu índice médio. A relação preço/VPA, que revela a expectativa de crescimento da empresa, mostra índices médios oscilantes, assim como as variáveis de retorno e Beta. Os desvios dos retornos representados pela volatilidade revelam índices médios de 40%. O *turnover*, que expressa liquidez em quantidade de títulos, mostra rotatividade, variando entre 20 e 70%.

Embora a variável “beta”, na maioria dos períodos, apresente simetria, as demais, em sua maioria, mostram valores de significância bem superiores a 1,96, os quais, por serem positivos, fazem com que tais variáveis sejam assimétricas positivas. De igual forma, a curtose apresenta curva leptocúrtica.

Tabela 13: Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de estrutura de capital, no período 2000 - 2007.

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.-PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Endividamento geral 2000	52	-4362,01	1656,92	204,94	771,07	-3,83	-11,63	24,77	38,11
Endividamento geral 2001	54	-2685,78	1787,66	247,81	572,88	-1,77	-5,46	13,67	21,40
Endividamento geral 2002	58	-445,65	2124,56	429,84	543,38	1,79	5,71	2,57	4,16
Endividamento geral 2003	63	-1392,4	6550,98	381,87	898,58	5,39	17,85	36,81	61,87
Endividamento geral 2004	68	-1171,94	1594,45	273,96	412,35	1,14	3,95	4,88	8,52
Endividamento geral 2005	78	29,99	1584,13	281,37	347,21	2,52	9,28	5,77	10,74
Endividamento geral 2006	84	6,18	1684,83	225,71	333,97	3,09	11,78	9,36	18,00
Endividamento geral 2007	84	24,37	2209,17	280,06	439,96	3,04	11,59	8,96	17,24



VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Financiamento do ativo 2001	54	11,10	122,32	64,55	21,18	0,07	0,24	0,42	0,67
Financiamento do ativo 2002	58	19,47	128,93	68,99	20,03	0,01	0,06	0,69	1,12
Financiamento do ativo 2003	63	20,84	223,69	67,65	27,74	2,74	9,09	15,38	25,86
Financiamento do ativo 2004	68	20,22	203,62	65,26	25,10	2,44	8,39	12,83	22,36
Financiamento do ativo 2005	78	23,07	94,06	61,55	17,57	-0,07	-0,26	-0,45	-0,84
Financiamento do ativo 2006	84	5,82	94,40	54,40	20,12	-0,01	-0,05	-0,44	-0,86
Financiamento do ativo 2007	84	19,60	95,67	57,71	19,26	0,03	0,11	-0,37	-0,72
Endividamento de curto prazo 2000	46	0,00	93,21	37,65	22,40	0,50	1,44	-0,14	-0,22
Endividamento de curto prazo 2001	48	0,06	84,91	35,27	20,27	0,25	0,74	-0,80	-1,20
Endividamento de curto prazo 2002	51	0,00	100,00	38,70	23,43	0,47	1,43	-0,36	-0,56
Endividamento de curto prazo 2003	57	1,02	100,00	40,00	23,49	0,87	2,78	0,45	0,73
Endividamento de curto prazo 2004	61	1,13	100,00	39,50	25,18	0,97	3,19	0,25	0,42
Endividamento de curto prazo 2005	68	6,03	100,00	37,69	24,24	1,27	4,37	0,97	1,71
Endividamento de curto prazo 2006	73	0,95	100,00	33,19	24,90	1,11	3,98	0,78	1,41
Endividamento de curto prazo 2007	74	0,00	100,00	31,12	25,15	1,10	3,96	0,71	1,29
Financiamento do imobilizado 2000	48	-26,92	217,53	16,59	42,83	4,04	11,80	16,9	25,15
Financiamento do imobilizado 2001	50	-57,30	147,76	10,82	28,26	3,09	9,18	13,92	21,03
Financiamento do imobilizado 2002	54	-17,39	266,89	21,21	53,30	3,50	10,78	12,18	19,06
Financiamento do imobilizado 2003	59	-132,73	121,36	9,72	30,17	-0,24	-0,79	11,87	19,38
Financiamento do imobilizado 2004	63	-66,27	69,36	6,53	16,145	0,30	1,00	11,06	18,59
Financiamento do imobilizado 2005	73	0,00	64,54	6,21	11,19	3,08	10,98	11,58	20,88
Financiamento do imobilizado 2006	79	0,00	103,92	8,11	17,12	3,42	12,63	13,79	25,79
Financiamento do imobilizado 2007	79	0,00	887,43	24,12	101,63	8,08	29,85	68,99	128,96
Tangibilidade das operações 2000	47	0,01	13,26	1,55	2,30	3,39	9,77	14,34	21,06
Tangibilidade das operações 2001	48	0,01	8,48	1,41	1,88	2,45	7,15	6,28	9,33
Tangibilidade das operações 2002	53	0,01	9,71	1,19	1,64	3,27	10,00	13,64	21,19
Tangibilidade das operações 2003	58	0,00	10,44	1,01	1,62	4,01	12,78	20,01	32,39
Tangibilidade das operações 2004	62	0,00	9,28	0,91	1,46	3,79	12,48	17,91	29,90

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Tangibilidade das operações 2005	71	0,00	9,62	0,79	1,40	4,31	15,15	23,22	41,25
Tangibilidade das operações 2006	76	0,00	22,52	1,15	2,88	5,97	21,63	41,45	76,06
Tangibilidade das operações 2007	78	0,00	45,25	1,48	5,20	7,93	29,16	66,85	124,26
Alavancagem financeira 2000	48	-31,41	47,07	3,13	11,39	1,42	4,15	7,29	10,82
Alavancagem financeira 2001	49	-7,01	39,91	2,83	6,47	4,22	12,42	22,80	34,14
Alavancagem financeira 2002	54	-161,71	143,66	-1,11	31,99	-0,93	-2,87	19,82	31,03
Alavancagem financeira 2003	59	-131,90	16,33	-1,40	19,645	-5,80	-18,68	36,21	59,08
Alavancagem financeira 2004	63	-4,54	16,47	1,78	2,67	2,70	8,96	15,29	25,70
Alavancagem financeira 2005	71	-5,69	16,84	2,05	2,91	1,94	6,81	11,01	19,56
Alavancagem financeira 2006	76	-26,38	17,85	1,43	4,22	-3,16	-11,45	27,58	50,61
Alavancagem financeira 2007	79	-37,51	22,83	1,70	6,57	-2,74	-10,14	20,19	37,75
Alavancagem operacional 2000	40	-40,51	36,46	3,24	10,36	-0,72	-1,94	10,46	14,28
Alavancagem operacional 2001	41	-97,99	13,15	6,61	15,92	-6,11	-16,56	38,56	53,27
Alavancagem operacional 2002	45	-8,08	12,24	2,32	2,98	0,17	0,51	5,12	7,37
Alavancagem operacional 2003	58	-73,74	77,19	11,07	19,87	-0,21	-0,67	7,39	11,96
Alavancagem operacional 2004	54	-8,17	5,15	2,11	1,82	-3,13	-9,64	18,61	29,13
Alavancagem operacional 2005	62	-12,54	5,38	1,95	2,37	-4,05	-13,35	23,20	38,73
Alavancagem operacional 2006	76	-1060,15	67,34	-1,58	124,10	-8,49	-30,78	73,34	134,58
Alavancagem operacional 2007	70	-9,36	20,38	2,73	3,94	2,41	8,42	10,82	19,13

mín=mínimos; máx=máximos; méd=média; desv-padr.=desvio padrão; ass=assimetria; sig.ass=significância da assimetria; curt=curtose; sig.curt= significância da curtose

O endividamento geral, considerado um indicador de solvência, nesse caso variando entre 2 e 4, demonstra o índice de cobertura de dívidas para com os credores por meio de recursos próprios. O financiamento do ativo (dependência da empresa relacionada aos seus financiamentos, através de seus ativos), o endividamento de curto prazo, que mostra as dívidas a vencer no curto prazo com relação à dívida total, e o endividamento do imobilizado, que expressa os investimentos com relação ao patrimônio líquido, demonstram valores médios inferiores a 100% (menores que 1). A tangibilidade das operações, representada pelo imobilizado com relação à receita líquida operacional, em sua maioria,

apresenta valores médios superiores a 1. Os valores relativos à alavancagem financeira, no caso com valores maiores que 1, revelam a existência de alavancagem financeira, que resulta da presença de encargos financeiros fixos no fluxo de lucros da empresa. A alavancagem operacional, por sua vez, representa a utilização dos custos operacionais fixos para aumentar o efeito nas vendas sobre os lucros, antes dos impostos e dos juros. Sua medida com valores superiores a 1 indica a presença de alavancagem operacional, como no caso em questão.

De forma geral, a grande maioria das variáveis apresenta valores de significância da assimetria superiores a 1,96, indicando assimetria positiva e curva leptocúrtica. Contudo, com distribuição mesocúrtica e simétrica, verificam-se as variáveis endividamento de curto prazo, para todos os períodos, e o financiamento do ativo, nos três primeiros e nos três últimos períodos, considerando que suas medidas encontram-se no intervalo entre -1,96 a + 1,96.

Tabela 14: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria, significância da assimetria, curtose e significância da curtose das variáveis de controle, no período 2000 – 2007.

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Receita líquida 2000	48	0	20133177	3686937,8	4421385,23	1,85	5,42	3,64	5,41
Receita líquida 2001	49	0	27199641	4028263	5120667,50	2,43	7,15	7,94	11,89
Receita líquida 2002	54	0	26290385	4131952,6	5233335,77	2,25	6,93	6,05	9,48
Receita líquida 2003	59	0	24183133	4322534,1	5558994,99	2,06	6,64	4,33	7,08
Receita líquida 2004	63	0	31840368	4636533	6539034,65	2,32	7,69	5,64	9,49
Receita líquida 2005	71	54139	37179397	4466183,8	6680125,74	2,75	9,65	8,92	15,85
Receita líquida 2006	76	9732	48027708	4529948,3	7384735,60	3,56	12,92	16,48	30,25
Receita líquida 2007	79	0	65746318	5130322	9465633,25	4,15	15,31	22,10	41,31
Ativo total 2000	52	225932	227919006	24159132	47705729,16	2,71	8,23	7,30	11,24
Ativo total 2001	54	68087	252610381	24997689	50889807,72	2,88	8,87	8,47	13,26
Ativo total 2002	58	63750	278148021	26492519	55734712,84	2,91	9,28	8,49	13,74
Ativo total 2003	63	61226	286261573	23767008	54293175,37	3,28	10,87	11,13	18,71
Ativo total 2004	68	64885	276293886	22658607	51586512,3	3,30	11,36	11,33	19,75
Ativo total 2005	78	1929	276691549	20848865	50741796,86	3,47	12,76	12,34	22,95
Ativo total 2006	84	27123	314263985	23465168	59963685,82	3,50	13,33	12,18	23,43
Ativo total 2007	84	92251	363179469	28383565	74142234,49	3,49	13,29	11,76	22,62
Payout 2000	51	-87,76	5210,59	140,84	725,42	7,10	21,32	50,60	77,14
Payout 2001	52	-323,09	226,54	35,85	66,96	-2,40	-7,29	17,18	26,44
Payout 2002	57	-24,78	2042,3	61,79	268,65	7,40	23,44	55,54	89,15
Payout 2003	61	-973,24	332,42	28,23	144,02	-5,48	-17,91	40,52	67,09

VARIÁVEIS	N.	MÍN.	MÁX.	MÉD.	DESV.- PADR.	ASS.	SIG. ASS.	CURT.	SIG. CURT.
Payout 2005	75	-3635,59	161,72	-10,94	426,19	-8,53	-30,82	73,54	134,20
Payout 2006	80	-185,61	388,52	49,82	65,59	1,80	6,70	10,81	20,33
Payout 2007	75	-1,41	224,42	45,14	38,31	1,87	6,76	5,70	10,40

mín=mínimos; máx=máximos; méd=média; desv-padr.=desvio padrão; ass=assimetria; sig.ass=significância da assimetria; curt=curtose; sig.curt= significância da curtose

Os índices médios relativos à variável “payout” demonstram oscilação no período e representam o valor em dinheiro dos dividendos propostos com relação ao lucro líquido.

Em todas as variáveis, tanto os valores de significância da assimetria quanto da curtose, na maioria dos períodos, demonstram-se muito superiores a 1,96, o que significa assimetria positiva e distribuição leptocúrtica.

Diante desses resultados, nas análises seguintes priorizar-se-á os testes não paramétricos, pela característica de não exigirem normalidade.

### 4.3 Testes de diferenças de médias

A análise das médias dos períodos foi efetuada através dos testes *t* de diferenças de médias e de Wilcoxon, como teste alternativo. Os dados apresentam-se dispostos nas Tabelas 15 a 44.

Tabela 15: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2001.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2000-2001	2,00	0,07	-1,79	0,07
	2000-2002	0,23	0,82	-0,67	0,50
	2000-2003	0,07	0,95	0,00	1,00
	2000-2004	0,14	0,89	-0,52	0,60
	2000-2005	-0,80	0,44	-0,42	0,67
	2000-2006	-0,70	0,50	0,00	1,00
	2000-2007	-0,92	0,38	-0,35	0,72
% de ações dos 5 maiores acionistas	2000-2001	0,26	0,80	-0,09	0,93
	2000-2002	0,44	0,67	-0,34	0,74
	2000-2003	-0,56	0,58	-0,35	0,73
	2000-2004	-0,11	0,91	-0,24	0,81
	2000-2005	-1,34	0,20	-1,54	0,12
	2000-2006	-0,55	0,59	-0,97	0,33
	2000-2007	-0,51	0,62	-1,02	0,31

Levando-se em conta que os valores de significância são superiores a 0,05, pode-se afirmar que, nos períodos considerados, não houve diferença nas variáveis constantes da Tabela 15. Ou ainda, nos intervalos estudados, a inserção nos níveis de governança não alterou significativamente o percentual de ações ordinárias mantido pelo maior, nem pelos cinco maiores acionistas.

Tais resultados sugerem que a adesão aos níveis de governança não alterou significativamente o controle acionário, pois os maiores acionistas não diminuíram suas participações no capital da empresa.

Tabela 16: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2001.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2000-2001	-0,05	0,96	-0,83	0,41
	2000-2002	0,43	0,68	-0,04	0,97
	2000-2003	-0,62	0,54	-2,29	0,02
	2000-2004	-1,65	0,12	-2,29	0,02
	2000-2005	-1,73	0,11	-2,23	0,03
	2000-2006	-1,61	0,13	-1,98	0,05
	2000-2007	-1,25	0,24	-2,06	0,04
Liquidez corrente	2000-2001	1,10	0,29	-0,66	0,51
	2000-2002	1,17	0,26	-0,47	0,64
	2000-2003	0,33	0,74	-1,22	0,22
	2000-2004	0,08	0,94	-1,38	0,17
	2000-2005	-1,62	0,13	-1,85	0,06
	2000-2006	-1,73	0,11	-1,79	0,07
	2000-2007	-1,35	0,20	-1,79	0,07
ROE	2000-2001	0,66	0,52	-0,35	0,72
	2000-2002	1,07	0,31	-1,20	0,23
	2000-2003	-1,25	0,23	-1,98	0,05
	2000-2004	-1,76	0,10	-2,64	0,01
	2000-2005	-1,99	0,07	-3,17	0,00
	2000-2006	-1,44	0,17	-1,85	0,06
	2000-2007	-1,85	0,09	-3,14	0,00
ROA	2000-2001	0,22	0,83	0,00	1,00
	2000-2002	1,55	0,15	-1,84	0,07
	2000-2003	-3,06	0,01	-2,60	0,01
	2000-2004	-3,20	0,01	-3,06	0,00
	2000-2005	-1,99	0,07	-2,80	0,01
	2000-2006	-1,44	0,17	-2,18	0,03
	2000-2007	-1,85	0,09	-2,67	0,01
Margem líquida	2000-2001	1,06	0,31	-0,82	0,41
	2000-2002	1,93	0,08	-1,79	0,07
	2000-2003	-1,36	0,20	-1,66	0,10

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig	Valor	Sig
Margem líquida	2000-2004	-1,96	0,07	-2,29	0,02
	2000-2005	-2,25	0,04	-2,61	0,01
	2000-2006	-1,70	0,11	-1,60	0,11
	2000-2007	-3,05	0,01	-3,17	0,00
Ebitida	2000-2001	-2,26	0,05	-2,05	0,04
	2000-2002	-0,70	0,50	-0,85	0,40
	2000-2003	-3,50	0,01	-2,45	0,01
	2000-2004	-4,23	0,00	-2,85	0,00
	2000-2005	-3,72	0,00	-2,59	0,01
	2000-2006	-2,35	0,04	-2,05	0,04
	2000-2007	-2,30	0,05	-1,94	0,05
<i>Q</i> de Tobin	2000-2001	0,56	0,59	-1,17	0,24
	2000-2002	0,68	0,52	-0,51	0,61
	2000-2003	0,01	1,00	-1,07	0,29
	2000-2004	-0,33	0,75	-1,60	0,11
	2000-2005	-1,01	0,34	-1,78	0,07
	2000-2006	-2,02	0,07	-1,78	0,07
	2000-2007	-1,56	0,15	-1,78	0,07

Para as variáveis “liquidez corrente” e “*Q* de Tobin”, o valor de significância foi superior a 0,05, indicando que tais variáveis não apresentam diferenças nos períodos analisados. Já, para as demais variáveis, verifica-se, com 95% de confiança, que as mesmas apresentam diferenças pelo menos em alguns dos períodos analisados. Observa-se que, para estas variáveis, as variações são negativas, indicando que, após o ingresso nos níveis de governança, as empresas, ao longo do período, apresentaram, em média, melhoria em termos de liquidez geral, ROE, ROA e Ebitida. No entanto, esta melhora não foi imediata pois, para a maioria das variáveis, a diferença só é significativa a partir do intervalo 2000-2003.

Tabela 17: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2001.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2000-2001	0,26	0,80	-1,35	0,18
	2000-2002	-0,24	0,82	-1,79	0,07
	2000-2003	0,17	0,87	-1,79	0,07
	2000-2004	0,21	0,84	-0,79	0,43
	2000-2005	-0,40	0,70	-1,29	0,20
	2000-2006	-0,48	0,64	-1,85	0,06
	2000-2007	-0,27	0,80	-1,35	0,18

Lucro por ação	2000-2001	0,98	0,35	-0,72	0,47
	2000-2002	-0,63	0,54	-0,09	0,93
	2000-2003	-1,20	0,25	-2,29	0,02
	2000-2004	-1,38	0,19	-2,92	0,00
	2000-2005	-1,48	0,16	-3,17	0,00
	2000-2006	-1,37	0,19	-3,17	0,00
	2000-2007	-1,62	0,13	-3,30	0,00
Preço/VPA	2000-2001	1,10	0,30	-1,69	0,09
	2000-2002	1,11	0,29	-1,22	0,22
	2000-2003	0,84	0,42	-1,01	0,31
	2000-2004	0,68	0,51	-1,73	0,08
	2000-2005	0,30	0,77	-2,20	0,03
	2000-2006	0,23	0,82	-2,27	0,02
	2000-2007	0,08	0,94	-2,27	0,02
Beta	2000-2001	3,15	0,01	-2,48	0,01
	2000-2002	0,13	0,90	-0,04	0,97
	2000-2003	2,11	0,06	-1,78	0,08
	2000-2004	3,05	0,01	-2,51	0,01
	2000-2005	1,13	0,28	-1,29	0,20
	2000-2006	2,27	0,04	1,99	0,05
	2000-2007	0,23	0,82	-0,16	0,88
Retorno	2000-2001	-0,65	0,53	-0,90	0,37
	2000-2002	-1,12	0,29	-1,92	0,05
	2000-2003	-5,54	0,00	-3,06	0,00
	2000-2004	-3,35	0,01	-2,67	0,01
	2000-2005	-3,40	0,01	-2,59	0,01
	2000-2006	-6,11	0,00	-2,98	0,00
	2000-2007	-3,36	0,01	-2,82	0,01
Volatilidade	2000-2001	1,00	0,34	-0,97	0,33
	2000-2002	0,01	0,99	-0,46	0,65
	2000-2003	3,39	0,01	-2,29	0,02
	2000-2004	3,62	0,01	-2,60	0,01
	2000-2005	4,20	0,00	-2,80	0,01
	2000-2006	4,53	0,00	-2,80	0,01
	2000-2007	4,93	0,00	-2,80	0,01
Volume	2000-2001	1,23	0,24	-2,10	0,04
	2000-2002	0,75	0,47	-0,35	0,73
	2000-2003	0,64	0,54	-0,22	0,83
	2000-2004	-0,49	0,63	-1,98	0,05
	2000-2005	-2,17	0,05	-2,17	0,03
	2000-2006	-3,29	0,01	-2,67	0,01
	2000-2007	-4,08	0,00	-2,98	0,00
Turnover	2000-2001	0,53	0,61	-0,76	0,45
	2000-2002	-0,49	0,63	-0,36	0,72
	2000-2003	2,63	0,02	-2,36	0,02
	2000-2004	-0,57	0,58	-0,27	0,79
	2000-2005	-0,57	0,58	-1,51	0,13
	2000-2006	-1,79	0,10	-1,65	0,10
	2000-2007	-4,05	0,00	-3,18	0,00

A variável “liquidez em bolsa” é a única que apresenta valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença. Pode-se afirmar, com 95% de confiança, que as demais apresentam diferenças negativas, pelo menos em algum dos períodos considerados, o que leva a presumir uma melhoria em tais variáveis após a inserção nos níveis de governança.

Tabela 18: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2001.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2000-2001	1,44	0,18	-1,16	0,25
	2000-2002	-2,43	0,03	-2,98	0,00
	2000-2003	0,89	0,39	-0,22	0,00
	2000-2004	1,25	0,23	-0,85	0,40
	2000-2005	1,55	0,15	-1,22	0,22
	2000-2006	1,35	0,20	-1,04	0,30
	2000-2007	0,24	0,81	-0,03	0,98
Financiamento do ativo	2000-2001	-1,01	0,33	-0,06	0,95
	2000-2002	-2,83	0,01	-2,98	0,00
	2000-2003	-2,22	0,05	-1,60	0,11
	2000-2004	-0,67	0,52	-0,35	0,73
	2000-2005	0,11	0,92	-0,85	0,40
	2000-2006	0,52	0,61	-0,85	0,40
	2000-2007	0,58	0,57	-0,22	0,83
Endividamento de curto prazo	2000-2001	-0,20	0,84	-0,26	0,80
	2000-2002	-1,58	0,15	-1,58	0,11
	2000-2003	-1,00	0,34	-0,76	0,45
	2000-2004	-1,03	0,33	-0,66	0,51
	2000-2005	1,39	0,20	-1,17	0,24
	2000-2006	1,95	0,08	-1,89	0,06
	2000-2007	2,56	0,03	-2,09	0,04
Financiamento do imobilizado	2000-2001	1,07	0,31	-0,80	0,42
	2000-2002	-1,44	0,18	-0,89	0,37
	2000-2003	1,21	0,25	-0,89	0,37
	2000-2004	1,49	0,17	-1,07	0,29
	2000-2005	1,47	0,17	-0,80	0,42
	2000-2006	1,47	0,17	-1,07	0,29
	2000-2007	1,39	0,19	-0,71	0,48
Tangibilidade das operações	2000-2001	1,37	0,20	-1,16	0,25
	2000-2002	1,57	0,15	-1,47	0,14
	2000-2003	2,87	0,02	-2,71	0,01
	2000-2004	3,06	0,01	-2,85	0,00
	2000-2005	2,71	0,02	-2,58	0,01
	2000-2006	2,25	0,05	-2,49	0,01



Alavancagem financeira	2000-2007	1,14	0,28	-1,91	0,06
	2000-2001	0,55	0,59	0,00	1,00
	2000-2002	-0,67	0,52	-0,45	0,66
	2000-2003	1,30	0,22	-0,45	0,66
	2000-2004	1,20	0,26	-0,80	0,42
	2000-2005	1,10	0,30	-1,07	0,29
	2000-2006	1,17	0,27	-0,62	0,53
	2000-2007	0,93	0,37	-0,98	0,33
Alavancagem operacional	2000-2001	-0,93	0,38	-0,26	0,80
	2000-2002	-1,19	0,26	-0,46	0,65
	2000-2003	-2,05	0,07	-1,58	0,11
	2000-2004	-0,71	0,50	-0,46	0,65
	2000-2005	-0,81	0,44	-0,56	0,58
	2000-2006	-3,14	0,01	-2,50	0,01
	2000-2007	-0,88	0,40	-0,05	0,96

Pode-se considerar, com 95% de confiança, que as variações não foram significativas uma vez que apenas a variável “tangibilidade das operações” apresenta diferença em quatro dos sete períodos analisados, indicando também evolução após a inserção no nível de governança. As demais variáveis não apresentam variações significativas por ocasião do ingresso no nível de governança.

Tabela 19: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2001.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2000-2001	-0,01	0,99	-1,69	0,09
	2000-2002	-0,34	0,74	-1,87	0,06
	2000-2003	-1,43	0,18	-2,05	0,04
	2000-2004	-1,50	0,17	-2,05	0,04
	2000-2005	-1,82	0,10	-2,05	0,04
	2000-2006	-1,97	0,08	-2,22	0,03
	2000-2007	-1,99	0,08	-2,40	0,02
	Ativo total	2000-2001	-2,15	0,05	-1,98
2000-2002		-2,73	0,02	-2,10	0,04
2000-2003		-1,89	0,08	-1,79	0,07
2000-2004		-2,15	0,05	-2,04	0,04
2000-2005		-2,43	0,03	-2,48	0,01
2000-2006		-2,41	0,03	-2,73	0,01
2000-2007		-2,60	0,02	-2,86	0,00
Payout		2000-2001	-0,58	0,57	-0,75
	2000-2002	-0,50	0,62	-0,47	0,64
	2000-2003	-1,05	0,32	-1,18	0,24
	2000-2004	-1,68	0,12	-2,43	0,02
	2000-2005	-1,91	0,08	-1,65	0,10
	2000-2006	-1,68	0,12	-1,80	0,07
	2000-2007	-1,15	0,27	-0,98	0,33

Os dados indicam que a variável “receita líquida” apresenta valores de significância inferiores a 0,05, a partir do período 2000-2003, podendo-se afirmar que existe diferenças de medianas naquele período. O mesmo ocorre com a variável “*payout*”, no período 2000-2004 e com o “ativo total”, que é significativo em cinco dos períodos analisados.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2001, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: liquidez geral, ROE, ROA e Ebitida, no que tange às medidas de desempenho empresarial; lucro por ação, retorno, volatilidade e volume, relacionadas ao desempenho de mercado; tangibilidade das operações, como variável de estrutura de capital, e receita líquida e ativo total, como variáveis de controle. Já com relação à governança, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas.

A seguir, na Tabela 20, tem-se a análise das empresas que ingressaram nos níveis de governança no ano de 2002.

Tabela 20: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2002.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2001-2002	1,69	0,13	-1,63	0,10
	2001-2003	1,98	0,08	-2,02	0,04
	2001-2004	1,33	0,22	-1,83	0,07
	2001-2005	0,96	0,37	-0,73	0,47
	2001-2006	0,13	0,90	-0,14	0,89
	2001-2007	-0,12	0,91	-0,14	0,89
% de ações dos 5 maiores acionistas	2001-2002	1,05	0,33	-1,63	0,10
	2001-2003	1,35	0,21	-2,02	0,04
	2001-2004	1,38	0,20	-1,83	0,07
	2001-2005	1,18	0,27	-0,73	0,47
	2001-2006	0,87	0,41	-0,14	0,89
	2001-2007	0,84	0,43	-0,14	0,89

Pode-se dizer que o único período que apresentou diferença foi 2001-2003 para ambas as variáveis, que apresentam também valores negativos em suas variações, indicando melhoria após o ingresso nos níveis de governança naquele período. Nos demais, as variáveis não sofreram alterações pelo ingresso da empresa nos níveis de governança.

Tabela 21: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2002.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2001-2002	-1,04	0,33	-0,98	0,33
	2001-2003	-1,47	0,18	-1,36	0,17
	2001-2004	-2,43	0,04	-2,19	0,03
	2001-2005	-2,74	0,03	-2,32	0,02
	2001-2006	-2,91	0,02	-2,24	0,03
	2001-2007	-2,68	0,03	-2,02	0,04
Liquidez corrente	2001-2002	-2,60	0,03	-2,10	0,04
	2001-2003	-1,66	0,14	-1,42	0,16
	2001-2004	-3,57	0,01	-2,55	0,01
	2001-2005	-3,12	0,01	-2,31	0,02
	2001-2006	-2,32	0,05	-1,96	0,05
	2001-2007	-2,32	0,05	-1,96	0,05
ROE	2001-2002	1,75	0,12	-1,84	0,07
	2001-2003	-0,33	0,75	-1,01	0,31
	2001-2004	0,06	0,95	-1,18	0,24
	2001-2005	0,22	0,83	-0,59	0,55
	2001-2006	-0,01	0,99	1,60	0,11
	2001-2007	-0,50	0,63	-1,60	0,11
ROA	2001-2002	2,09	0,07	-1,68	0,09
	2001-2003	-2,39	0,04	-2,20	0,03
	2001-2004	-2,66	0,03	-2,31	0,02
	2001-2005	-1,19	0,27	-0,89	0,37
	2001-2006	-2,16	0,06	-2,19	0,03
	2001-2007	-2,97	0,02	-2,67	0,01
Margem líquida	2001-2002	1,82	0,11	-1,01	0,31
	2001-2003	-2,58	0,03	-2,07	0,04
	2001-2004	-2,39	0,04	-2,19	0,03
	2001-2005	-1,89	0,10	-1,60	0,11
	2001-2006	-1,65	0,14	-1,60	0,11
	2001-2007	-2,71	0,03	-2,67	0,01
Ebitida	2001-2002	-1,04	0,33	-1,48	0,14
	2001-2003	-2,45	0,04	-2,08	0,04
	2001-2004	-2,35	0,05	-2,03	0,04
	2001-2005	-1,87	0,10	-1,61	0,11
	2001-2006	-1,84	0,10	-1,70	0,09
	2001-2007	-2,35	0,05	-1,96	0,05
<i>Q</i> de Tobin	2001-2002	-0,77	0,47	-0,34	0,74
	2001-2003	-2,07	0,08	-1,86	0,06
	2001-2004	-1,48	0,19	-1,27	0,20
	2001-2005	-0,75	0,48	-0,85	0,40
	2001-2006	-1,74	0,13	-1,18	0,24
	2001-2007	-2,39	0,05	-2,03	0,04

Pode-se dizer que as variáveis “liquidez geral”, “ROA” e “liquidez corrente” apresentam diferenças na maioria dos períodos analisados. Com exceção da variável “ROE”, as medianas das demais variáveis apresentam diferenças negativas, indicando melhoria a partir do ingresso no nível de governança, pelo menos em algum dos períodos considerados.

Tabela 22: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2002.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2001-2002	0,35	0,74	-0,18	0,86
	2001-2003	0,06	0,96	-0,30	0,77
	2001-2004	0,16	0,88	-0,42	0,68
	2001-2005	0,46	0,66	-0,53	0,59
	2001-2006	0,71	0,50	-0,18	0,86
	2001-2007	1,09	0,31	-0,65	0,52
Lucro por ação	2001-2002	1,27	0,24	-0,42	0,68
	2001-2003	-2,14	0,07	-1,96	0,05
	2001-2004	-2,27	0,05	-2,07	0,04
	2001-2005	-1,77	0,11	-1,60	0,11
	2001-2006	-2,47	0,04	-2,67	0,01
	2001-2007	-2,80	0,02	-2,67	0,01
Preço/VPA	2001-2002	-1,00	0,36	-0,68	0,50
	2001-2003	-2,07	0,08	-2,37	0,02
	2001-2004	-2,46	0,05	-2,37	0,02
	2001-2005	-2,54	0,04	-2,20	0,03
	2001-2006	-3,92	0,01	-2,37	0,02
	2001-2007	-6,77	0,00	-2,37	0,02
Beta	2001-2002	3,73	0,01	-2,24	0,03
	2001-2003	1,54	0,17	-1,82	0,07
	2001-2004	-0,37	0,72	0,00	1,00
	2001-2005	0,48	0,64	-0,42	0,67
	2001-2006	0,31	0,77	-0,70	0,48
	2001-2007	0,77	0,47	-0,84	0,40
Retorno	2001-2002	-0,69	0,51	-0,56	0,58
	2001-2003	-2,59	0,04	-2,24	0,03
	2001-2004	-1,46	0,19	-1,68	0,09
	2001-2005	-0,93	0,38	-0,98	0,33
	2001-2006	-4,06	0,01	-2,52	0,01
	2001-2007	-2,40	0,05	-1,96	0,05
Volatilidade	2001-2002	3,55	0,01	-2,38	0,02
	2001-2003	8,48	0,00	-2,52	0,01
	2001-2004	7,31	0,00	-2,52	0,01
	2001-2005	6,45	0,00	-2,52	0,01
	2001-2006	12,42	0,00	-2,52	0,01
	2001-2007	4,63	0,00	-2,38	0,02

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Volume	2001-2002	0,91	0,39	-0,42	0,68
	2001-2003	-0,29	0,78	-1,48	0,14
	2001-2004	-1,20	0,26	-1,48	0,14
	2001-2005	-1,07	0,32	-1,60	0,11
	2001-2006	-1,17	0,28	-1,36	0,17
	2001-2007	-2,46	0,04	-2,07	0,04
Turnover	2001-2002	-0,38	0,72	-0,07	0,94
	2001-2003	-0,42	0,69	-0,42	0,67
	2001-2004	-1,22	0,26	-1,26	0,21
	2001-2005	-1,55	0,16	-1,40	0,16
	2001-2006	-1,17	0,28	-1,26	0,21
	2001-2007	-2,37	0,05	-1,96	0,05

A variável “liquidez em bolsa” é a única que apresenta valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Por outro lado, a “volatilidade” apresenta diferença negativa em todos os períodos, enquanto que, nas variáveis “preço/VPA” e “lucro por ação”, a diferença negativa ocorre na maioria dos períodos. Com relação às demais variáveis, as diferenças negativas podem ser observadas pelo menos em algum dos períodos considerados. Cabe destacar que as diferenças negativas indicam que, após a entrada nos níveis de governança, em média, houve um acréscimo na respectiva variável.

Tabela 23: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2002.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2001-2002	-1,10	0,31	-1,96	0,05
	2001-2003	-1,00	0,35	-0,89	0,37
	2001-2004	-0,99	0,35	-0,89	0,37
	2001-2005	-1,01	0,34	-0,89	0,37
	2001-2006	-0,99	0,35	-0,65	0,52
	2001-2007	-1,02	0,34	-0,65	0,52
Financiamento do ativo	2001-2002	-0,28	0,79	-0,89	0,37
	2001-2003	0,48	0,64	-0,06	0,95
	2001-2004	0,62	0,55	-0,06	0,95
	2001-2005	0,56	0,59	-0,06	0,95
	2001-2006	0,63	0,55	-0,18	0,86
	2001-2007	0,61	0,56	-0,30	0,77

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento de curto prazo	2001-2002	0,43	0,68	-0,06	0,95
	2001-2003	-2,07	0,07	-1,84	0,07
	2001-2004	-0,49	0,64	-0,53	0,59
	2001-2005	-0,73	0,49	-0,53	0,59
	2001-2006	0,98	0,35	-0,77	0,44
	2001-2007	1,97	0,09	-1,60	0,11
Financiamento do imobilizado	2001-2002	-1,02	0,34	-0,51	0,61
	2001-2003	-1,21	0,26	-1,18	0,24
	2001-2004	-1,34	0,22	-1,36	0,17
	2001-2005	-0,72	0,49	-0,84	0,40
	2001-2006	0,03	0,98	-0,14	0,89
	2001-2007	-0,74	0,48	-0,70	0,48
Tangibilidade das operações	2001-2002	2,46	0,04	-2,67	0,01
	2001-2003	2,74	0,03	-2,55	0,01
	2001-2004	2,78	0,02	-2,67	0,01
	2001-2005	2,92	0,02	-2,67	0,01
	2001-2006	3,16	0,01	-2,67	0,01
	2001-2007	3,19	0,01	-2,67	0,01
Alavancagem financeira	2001-2002	0,44	0,67	-1,60	0,11
	2001-2003	0,44	0,67	-0,06	0,95
	2001-2004	0,62	0,55	-0,18	0,86
	2001-2005	0,59	0,57	-0,42	0,68
	2001-2006	-0,12	0,91	-1,48	0,14
	2001-2007	-0,33	0,75	-1,60	0,11
Alavancagem operacional	2001-2002	1,70	0,14	-1,35	0,18
	2001-2003	-2,38	0,06	-2,20	0,03
	2001-2004	-0,86	0,42	-0,68	0,50
	2001-2005	-1,68	0,14	-1,61	0,11
	2001-2006	-3,06	0,02	-1,86	0,06
	2001-2007	-0,91	0,40	-1,01	0,31

Após o ingresso no nível de governança, constata-se uma melhoria na variável “tangibilidade das operações”, a qual apresenta diferença negativa em todos os períodos analisados.

Tabela 24: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2002.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2001-2002	-1,80	0,11	-2,43	0,02
	2001-2003	-2,22	0,06	-2,19	0,03
	2001-2004	-3,65	0,01	-2,55	0,01
	2001-2005	-5,09	0,00	-2,67	0,01
	2001-2006	-6,10	0,00	-2,67	0,01
	2001-2007	-7,07	0,00	-2,67	0,01
Ativo total	2001-2002	2,67	0,03	-2,31	0,02
	2001-2003	2,37	0,05	-1,96	0,05
	2001-2004	1,74	0,12	-1,60	0,11
	2001-2005	2,05	0,08	-1,84	0,07
	2001-2006	1,87	0,10	-1,84	0,07
	2001-2007	1,50	0,17	-1,13	0,26
<i>Payout</i>	2001-2002	-0,80	0,45	-1,40	0,16
	2001-2003	1,05	0,32	-0,89	0,37
	2001-2004	0,21	0,84	-0,18	0,86
	2001-2005	1,14	0,29	-1,24	0,21
	2001-2006	0,40	0,70	-0,53	0,59
	2001-2007	0,20	0,85	-0,42	0,68

A variável “*payout*” é a única que apresenta valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Os dados indicam, com 95% de confiança, a existência de diferenças negativas de medianas em todos os períodos, para variável “receita líquida”, sendo que o mesmo ocorreu com a variável “ativo total”, em dois dos períodos analisados, mostrando melhoria em tais variáveis, após o ingresso nos níveis de governança.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2002, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: liquidez geral, ROA e liquidez corrente, no que tange às medidas de desempenho empresarial; lucro por ação, volatilidade e preço/VPA, relacionadas ao desempenho de mercado; tangibilidade das operações, como variável de estrutura de capital, e receita líquida, como variável de controle. Com relação à governança, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas.

Na Tabela 25 segue a análise das empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2003.

Tabela 25: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2003.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2002-2003	-0,92	0,38	-0,73	0,47
	2002-2004	-0,81	0,44	-0,67	0,50
	2002-2005	-0,12	0,91	-0,34	0,74
	2002-2006	-0,84	0,42	-0,68	0,50
	2002-2007	-1,23	0,25	-1,15	0,25
% de ações dos 5 maiores acionistas	2002-2003	-0,94	0,37	-0,82	0,41
	2002-2004	-0,88	0,41	-0,94	0,35
	2002-2005	1,02	0,34	-0,85	0,40
	2002-2006	0,87	0,41	-0,52	0,60
	2002-2007	0,98	0,36	-0,73	0,46

Considerando que os valores de significância são superiores a 0,05, pode-se dizer, que em média, nos períodos considerados, não há diferença em ambas as variáveis constantes da Tabela 25, isso é, o ingresso nos níveis de governança não alterou de maneira significativa a concentração acionária.

Tabela 26: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2003.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2002-2003	0,34	0,74	-0,12	0,91
	2002-2004	-0,69	0,51	-0,83	0,41
	2002-2005	-2,24	0,06	-1,84	0,07
	2002-2006	-1,94	0,09	-1,84	0,07
	2002-2007	-1,57	0,15	-1,61	0,11
Liquidez corrente	2002-2003	-0,94	0,38	-1,13	0,26
	2002-2004	-1,47	0,18	-1,01	0,31
	2002-2005	-2,86	0,02	-2,24	0,03
	2002-2006	-2,83	0,02	-2,43	0,02
	2002-2007	-1,94	0,09	-1,60	0,11
ROE	2002-2003	-0,71	0,50	-0,77	0,44
	2002-2004	-1,38	0,21	-1,72	0,09
	2002-2005	-2,22	0,06	-2,55	0,01
	2002-2006	-0,57	0,59	-0,42	0,67
	2002-2007	-1,39	0,20	-1,19	0,24
ROA	2002-2003	-0,44	0,68	-1,13	0,26
	2002-2004	-1,46	0,18	-1,60	0,11
	2002-2005	-3,74	0,01	-2,67	0,01
	2002-2006	-0,77	0,46	-0,42	0,67
	2002-2007	-2,25	0,05	-1,90	0,06



VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Margem líquida	2002-2003	-0,64	0,54	-0,30	0,77
	2002-2004	-1,52	0,17	-1,72	0,09
	2002-2005	-2,69	0,03	-2,55	0,01
	2002-2006	-1,20	0,26	-1,13	0,26
	2002-2007	-2,30	0,05	-1,96	0,05
Ebitida	2002-2003	0,27	0,79	-0,56	0,57
	2002-2004	-1,65	0,14	-1,66	0,10
	2002-2005	-3,19	0,01	-2,37	0,02
	2002-2006	0,19	0,85	-0,07	0,94
	2002-2007	-0,85	0,42	-0,94	0,35
Q de Tobin	2002-2003	-4,29	0,00	-2,52	0,01
	2002-2004	-5,05	0,00	-2,52	0,01
	2002-2005	-2,33	0,05	-1,86	0,06
	2002-2006	-1,86	0,11	-1,96	0,05
	2002-2007	-2,74	0,03	-2,10	0,04

Para a variável “liquidez geral”, não houve diferença significativa nos períodos analisados. A variável “Q de Tobin” apresentou diferença negativa na maioria dos períodos considerados, o que mostra um acréscimo dessa variável após a inserção no nível de governança. Para as demais, verifica-se que apresentam diferenças em suas medianas, especialmente no período 2002-2005.

Tabela 27: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2003.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2002-2003	-2,55	0,03	-2,19	0,03
	2002-2004	-2,04	0,08	-2,67	0,01
	2002-2005	-1,70	0,13	-2,67	0,01
	2002-2006	-1,67	0,13	-2,67	0,01
	2002-2007	-1,28	0,24	-2,19	0,03
Lucro por ação	2002-2003	-1,47	0,18	-1,24	0,21
	2002-2004	-2,89	0,02	-2,31	0,02
	2002-2005	-3,12	0,01	-2,31	0,02
	2002-2006	-0,39	0,71	-1,01	0,31
	2002-2007	-1,57	0,16	-1,48	0,14
Preço/VPA	2002-2003	-3,42	0,01	-2,52	0,01
	2002-2004	-4,15	0,00	-2,52	0,01
	2002-2005	-3,32	0,01	-2,52	0,01
	2002-2006	-3,47	0,01	-2,52	0,01
	2002-2007	-4,43	0,00	-2,38	0,02

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Beta	2002-2003	-0,86	0,42	-0,42	0,68
	2002-2004	-1,95	0,09	-1,60	0,11
	2002-2005	-2,10	0,07	-1,60	0,11
	2002-2006	-1,57	0,16	-1,48	0,14
	2002-2007	-0,56	0,59	-0,53	0,59
Retorno	2002-2003	-2,81	0,03	-2,24	0,03
	2002-2004	-1,90	0,10	-1,68	0,09
	2002-2005	-0,96	0,37	-1,26	0,21
	2002-2006	-0,52	0,62	-0,56	0,58
	2002-2007	-1,17	0,28	-0,98	0,33
Volatilidade	2002-2003	1,32	0,26	-1,21	0,23
	2002-2004	-0,94	0,40	-0,94	0,35
	2002-2005	-0,09	0,94	-0,14	0,89
	2002-2006	1,74	0,16	-1,75	0,08
	2002-2007	-0,14	0,90	-0,14	0,89
Volume	2002-2003	-2,22	0,06	-2,19	0,03
	2002-2004	-1,94	0,09	-2,67	0,01
	2002-2005	-1,54	0,16	-2,67	0,01
	2002-2006	-1,48	0,18	-2,67	0,01
	2002-2007	-1,23	0,25	-2,67	0,01
Turnover	2002-2003	-0,24	0,82	-0,59	0,55
	2002-2004	-2,16	0,07	-2,52	0,01
	2002-2005	-2,13	0,07	-2,32	0,02
	2002-2006	-2,33	0,05	-2,37	0,02
	2002-2007	-3,02	0,02	-2,52	0,01

As variáveis “liquidez em bolsa”, “preço/VPA” e “volume” apresentam valores de significância inferiores a 0,05, para todos os períodos. Isso também acontece com a variável *turnover* na maioria dos períodos. Por mostrarem variações negativas, presume-se que houve melhoria nessas variáveis, quando do ingresso nos níveis de governança. Enquanto as variáveis “beta” e “volatilidade” não apresentam diferença em nenhum dos períodos, as demais apresentam diferenças, pelo menos, em algum dos períodos considerados.

Tais resultados sugerem que, em termos de riscos (beta e volatilidade), as empresas não sofreram alterações significativas já, em termos de liquidez (volume e *turnover*), houve ganhos significativos.

Tabela 28: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2003.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2002-2003	1,49	0,18	-1,60	0,11
	2002-2004	1,23	0,26	-0,89	0,37
	2002-2005	1,80	0,11	-1,60	0,11
	2002-2006	1,62	0,14	-1,48	0,14
	2002-2007	1,80	0,11	-1,84	0,07
Financiamento do ativo	2002-2003	0,89	0,40	-1,36	0,17
	2002-2004	0,60	0,57	-0,65	0,52
	2002-2005	2,33	0,05	-1,72	0,09
	2002-2006	1,78	0,11	-1,48	0,14
	2002-2007	2,55	0,03	-2,07	0,04
Endividamento de curto prazo	2002-2003	-0,50	0,63	-0,30	0,77
	2002-2004	0,90	0,39	-0,89	0,37
	2002-2005	2,62	0,03	-2,07	0,04
	2002-2006	3,38	0,01	-2,31	0,02
	2002-2007	5,36	0,00	-2,55	0,01
Financiamento do imobilizado	2002-2003	1,36	0,21	-2,19	0,03
	2002-2004	1,34	0,22	-2,52	0,01
	2002-2005	1,39	0,20	-2,67	0,01
	2002-2006	1,32	0,23	-1,60	0,11
	2002-2007	0,65	0,54	-0,53	0,59
Tangibilidade das operações	2002-2003	1,46	0,18	-1,54	0,12
	2002-2004	2,34	0,05	-2,07	0,04
	2002-2005	2,52	0,04	-2,14	0,03
	2002-2006	0,13	0,90	-0,63	0,53
	2002-2007	1,03	0,33	-1,18	0,24
Alavancagem financeira	2002-2003	-2,32	0,05	-2,31	0,02
	2002-2004	-2,32	0,05	-1,96	0,05
	2002-2005	-2,31	0,05	-2,07	0,04
	2002-2006	-1,07	0,32	-1,13	0,26
	2002-2007	-1,46	0,18	-1,13	0,26
Alavancagem operacional	2002-2003	-1,70	0,13	-1,96	0,05
	2002-2004	-0,70	0,50	-0,65	0,52
	2002-2005	-0,50	0,63	-0,95	0,34
	2002-2006	-1,69	0,13	-1,24	0,21
	2002-2007	-1,23	0,25	-0,06	0,95

Para a variável “endividamento geral”, não houve diferença significativa nos períodos analisados. Com relação às variáveis “endividamento de curto prazo”, “financiamento do imobilizado” e “alavancagem financeira”, verifica-se que apresentam diferenças negativas na maioria dos períodos, o que conduz a uma melhoria de tais variáveis a partir do ingresso nos níveis de governança. Para as demais, observam-se diferenças, pelo menos em algum dos períodos analisados.

Tabela 29: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2003.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2002-2003	-1,97	0,09	-1,72	0,09
	2002-2004	-1,98	0,08	-2,07	0,04
	2002-2005	-1,95	0,09	-2,31	0,02
	2002-2006	-1,65	0,14	-1,96	0,05
	2002-2007	-1,66	0,14	-2,19	0,03
Ativo total	2002-2003	1,70	0,13	-1,60	0,11
	2002-2004	-0,77	0,47	-0,06	0,95
	2002-2005	-1,04	0,33	-0,06	0,95
	2002-2006	-1,10	0,30	-0,77	0,44
	2002-2007	-1,31	0,23	-2,55	0,01
<i>Payout</i>	2002-2003	-0,85	0,42	-0,30	0,77
	2002-2004	-1,12	0,30	-0,65	0,52
	2002-2005	-0,42	0,68	-0,06	0,95
	2002-2006	-0,06	0,95	-0,06	0,95
	2002-2007	0,07	0,95	-0,28	0,78

A variável “*payout*” é a única que apresenta valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Os dados indicam, com 95% de confiança, a existência de diferenças de medianas na variável “receita líquida”, na maioria dos períodos; o mesmo ocorrendo com a variável “ativo total” em um dos períodos analisados, mostrando melhoria em tais variáveis após o ingresso nos níveis de governança.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2003, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: “Q de Tobin”, no que tange às medidas de desempenho empresarial; liquidez em bolsa, preço/VPA, volume e *turnover*, relacionadas ao desempenho de mercado; endividamento de curto prazo, financiamento do imobilizado e alavancagem financeira, como variáveis de estrutura de capital, e receita líquida, como variável de controle. Com relação à governança, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas.

Na sequência, faz-se a análise das empresas que ingressaram no ano de 2004.

Tabela 30: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2004.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2003-2004	0,83	0,44	-0,45	0,66
	2003-2005	0,83	0,44	-0,45	0,66
	2003-2006	1,74	0,13	-1,63	0,10
	2003-2007	0,67	0,53	0,00	1,00
% de ações dos 5 maiores acionistas	2003-2004	0,43	0,69	0,00	1,00
	2003-2005	0,62	0,56	-0,54	0,59
	2003-2006	1,07	0,33	-0,73	0,47
	2003-2007	-0,02	0,99	0,00	1,00

Não houve diferença significativa nas variáveis constantes da Tabela 30, ou seja, a inserção nos níveis de governança não alterou significativamente o percentual de ações ordinárias mantido pelo maior, nem pelos cinco maiores acionistas.

Tabela 31: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2004.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2003-2004	-1,71	0,12	-1,94	0,05
	2003-2005	-1,87	0,09	-1,78	0,08
	2003-2006	-1,32	0,22	-1,28	0,20
	2003-2007	-1,38	0,20	-1,38	0,17
Liquidez corrente	2003-2004	-1,00	0,34	-1,69	0,09
	2003-2005	-0,66	0,53	-0,80	0,42
	2003-2006	-1,12	0,29	-1,74	0,08
	2003-2007	-0,90	0,39	-1,16	0,25
ROE	2003-2004	-0,19	0,86	-0,18	0,86
	2003-2005	-0,31	0,76	-0,36	0,72
	2003-2006	-0,73	0,48	-0,53	0,59
	2003-2007	-0,54	0,60	-0,67	0,50
ROA	2003-2004	-0,64	0,54	-1,07	0,29
	2003-2005	-0,29	0,78	-0,66	0,51
	2003-2006	-0,57	0,58	-0,67	0,50
	2003-2007	0,19	0,85	-0,62	0,53
Margem líquida	2003-2004	-1,31	0,22	-1,27	0,20
	2003-2005	-1,46	0,18	-1,38	0,17
	2003-2006	-1,65	0,13	-1,48	0,14
	2003-2007	-1,79	0,11	-1,58	0,11
Ebitida	2003-2004	0,07	0,95	-0,20	0,84
	2003-2005	0,44	0,67	-0,05	0,96
	2003-2006	0,43	0,68	-0,36	0,72
	2003-2007	1,22	0,25	-1,18	0,24

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Q de Tobin	2003-2004	-2,22	0,16	-1,60	0,11
	2003-2005	-1,31	0,32	-1,07	0,29
	2003-2006	-1,00	0,42	-1,07	0,29
	2003-2007	-1,55	0,26	-1,07	0,29

À exceção da variável “liquidez geral”, que apresenta diferença em um dos períodos analisados, para as demais pode-se considerar, com 95% de confiança, que as diferenças não são significativas, indicando que, após o ingresso nos níveis de governança, as variáveis não sofreram alteração.

Tabela 32: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2004.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2003-2004	-2,73	0,02	-2,67	0,01
	2003-2005	-5,69	0,00	-2,70	0,01
	2003-2006	-3,38	0,01	-2,93	0,00
	2003-2007	-3,16	0,01	-2,76	0,01
Lucro por ação	2003-2004	0,74	0,48	-0,27	0,79
	2003-2005	0,41	0,69	-0,98	0,33
	2003-2006	-0,51	0,62	-1,60	0,11
	2003-2007	-0,56	0,59	-1,33	0,18
Preço/VPA	2003-2004	-2,45	0,13	-1,60	0,11
	2003-2005	-1,50	0,27	-1,60	0,11
	2003-2006	-0,72	0,55	-0,54	0,59
	2003-2007	-1,39	0,30	-1,07	0,29
Beta	2003-2004	0,25	0,83	0,00	1,00
	2003-2005	-0,55	0,64	-0,54	0,59
	2003-2006	1,59	0,25	-1,60	0,11
	2003-2007	2,23	0,16	-1,60	0,11
Retorno	2003-2004	-0,92	0,45	-0,54	0,59
	2003-2005	5,52	0,03	-1,60	0,11
	2003-2006	5,19	0,04	-1,60	0,11
	2003-2007	0,84	0,49	-1,07	0,29
Volatilidade	2003-2004	-1,55	0,36	-1,34	0,18
	2003-2005	0,23	0,86	-0,45	0,66
	2003-2006	1,06	0,48	-1,34	0,18
	2003-2007	-4,80	0,13	-1,34	0,18
Volume	2003-2004	-3,19	0,01	-2,67	0,01
	2003-2005	-5,00	0,00	-2,80	0,01
	2003-2006	-3,30	0,01	-2,93	0,00
	2003-2007	-3,32	0,01	-2,93	0,00

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
<i>Turnover</i>	2003-2004	-1,89	0,20	-1,34	0,18
	2003-2005	-1,82	0,21	-1,07	0,29
	2003-2006	-2,14	0,17	-1,60	0,11
	2003-2007	-8,76	0,01	-1,60	0,11

Os dados mostram com 95% de confiança a existência de diferenças de medianas nas variáveis “liquidez em bolsa” e “volume”, em todos os períodos, indicando melhoria após o ingresso nos níveis de governança. As demais, levam a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. De maneira semelhante ao ocorrido no ano de 2003, a melhora no desempenho de mercado aconteceu em termos de liquidez.

Tabela 33: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2004.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2003-2004	2,16	0,06	-2,49	0,01
	2003-2005	1,54	0,15	-1,51	0,13
	2003-2006	1,61	0,14	-1,69	0,09
	2003-2007	1,77	0,11	-1,87	0,06
Financiamento do ativo	2003-2004	2,36	0,04	-2,22	0,03
	2003-2005	1,55	0,15	-1,60	0,11
	2003-2006	1,41	0,19	-1,51	0,13
	2003-2007	1,46	0,17	-1,51	0,13
Endividamento de curto prazo	2003-2004	1,36	0,21	-1,36	0,17
	2003-2005	0,16	0,88	-0,30	0,77
	2003-2006	1,41	0,19	-1,28	0,20
	2003-2007	0,95	0,37	-0,76	0,45
Financiamento do imobilizado	2003-2004	0,66	0,52	-0,36	0,72
	2003-2005	0,43	0,67	-0,36	0,72
	2003-2006	-1,40	0,19	-0,80	0,42
	2003-2007	-1,99	0,08	-1,51	0,13
Tangibilidade das operações	2003-2004	1,78	0,11	-1,48	0,14
	2003-2005	0,57	0,58	-0,24	0,81
	2003-2006	-0,50	0,63	-0,05	0,96
	2003-2007	-0,69	0,51	-1,58	0,11
Alavancagem financeira	2003-2004	0,87	0,41	-0,45	0,66
	2003-2005	0,61	0,55	-0,40	0,69
	2003-2006	0,86	0,41	-0,09	0,93
	2003-2007	0,44	0,67	-0,71	0,48
Alavancagem operacional	2003-2004	2,36	0,05	-1,82	0,07
	2003-2005	2,30	0,06	-1,68	0,09
	2003-2006	-1,41	0,19	-1,48	0,14
	2003-2007	2,37	0,05	-1,68	0,09

As variáveis “endividamento geral” e “financiamento do ativo”, por apresentarem diferenças de medianas no período 2003-2004, indicam melhoria a partir do ingresso nos níveis de governança.

Tabela 34: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2004.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2003-2004	-4,05	0,00	-2,80	0,01
	2003-2005	-2,63	0,03	-2,67	0,01
	2003-2006	-3,20	0,01	-2,76	0,01
	2003-2007	-2,52	0,03	-2,19	0,03
Ativo total	2003-2004	-0,88	0,40	-1,33	0,18
	2003-2005	-1,35	0,21	-1,96	0,05
	2003-2006	-1,70	0,12	-1,96	0,05
	2003-2007	-2,12	0,06	-2,22	0,03
<i>Payout</i>	2003-2004	-0,04	0,97	-0,42	0,68
	2003-2005	0,28	0,79	-0,65	0,52
	2003-2006	0,24	0,82	-1,16	0,25
	2003-2007	-2,36	0,05	-1,96	0,05

Pelo menos, ao nível de 5% de significância, existem diferenças de medianas na variável “receita líquida” em todos os períodos. Observa-se que o mesmo ocorre com as variáveis “ativo total”, na maioria dos períodos analisados, e com “*payout*”, em um dos períodos.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2004, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: liquidez em bolsa e volume, no que tange às medidas de mercado, e receita líquida e ativo total, consideradas variáveis de controle. Com relação à governança, ao desempenho empresarial e à estrutura de capital, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas.

A seguir, na Tabela 35, as empresas que ingressaram no ano de 2005.



Tabela 35: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2005.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2004-2005	1,71	0,13	-2,04	0,04
	2004-2006	2,02	0,08	-2,52	0,01
	2004-2007	2,07	0,08	-2,52	0,01
% de ações dos 5 maiores acionistas	2004-2005	1,82	0,11	-2,02	0,04
	2004-2006	2,31	0,05	-2,20	0,03
	2004-2007	2,29	0,06	-2,20	0,03

As variações negativas indicam que ambas as variáveis sofreram acréscimo a partir do ingresso da empresa nos níveis de governança. Nos anos anteriores, tais variáveis não apresentaram diferenças significativas. O ano de 2005 é, dentre os analisados, o que apresenta maior proporção de empresas ingressantes no Novo Mercado (9 de 13 empresas). Há de se considerar que o Novo Mercado é o nível que permite maior dispersão teórica de controle, pois exige a emissão apenas de ações ordinárias. Portanto, tais resultados sugerem que a dispersão é mais efetiva quando aspectos legais a favorecem.

Tabela 36: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2005.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2004-2005	-1,72	0,11	-1,80	0,07
	2004-2006	-1,55	0,15	-1,49	0,14
	2004-2007	-1,14	0,28	-0,87	0,38
Liquidez corrente	2004-2005	-2,34	0,04	-2,20	0,03
	2004-2006	-1,54	0,15	-1,08	0,28
	2004-2007	-0,85	0,41	-0,52	0,60
ROE	2004-2005	0,70	0,50	-0,51	0,61
	2004-2006	0,97	0,35	-0,47	0,64
	2004-2007	1,02	0,33	-0,56	0,58
ROA	2004-2005	0,50	0,63	-0,05	0,96
	2004-2006	-0,34	0,74	-0,36	0,72
	2004-2007	0,09	0,93	-0,07	0,94
Margem líquida	2004-2005	-0,85	0,41	-0,59	0,55
	2004-2006	-1,68	0,12	-1,36	0,17
	2004-2007	0,04	0,97	-0,38	0,70
Ebitida	2004-2005	1,13	0,28	-0,47	0,64
	2004-2006	0,72	0,49	-0,53	0,59
	2004-2007	0,57	0,58	-0,58	0,56

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Q de Tobin	2004-2005	-0,57	0,60	-0,67	0,50
	2004-2006	-2,41	0,07	-1,76	0,08
	2004-2007	-1,10	0,33	-0,94	0,35

À exceção da variável “liquidez corrente” que apresenta diferença em um dos períodos analisados, as demais não apresentam valores significativos em todos os períodos considerados. Isso demonstra que o ingresso nos níveis de governança não afetou o desempenho empresarial.

Tabela 37: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2005.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE t		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2004-2005	-2,34	0,04	-3,23	0,00
	2004-2006	-1,54	0,15	-3,11	0,00
	2004-2007	-0,85	0,41	-3,17	0,00
Lucro por ação	2004-2005	-0,85	0,41	-0,66	0,51
	2004-2006	-1,12	0,28	-1,99	0,05
	2004-2007	0,23	0,82	-0,59	0,55
Preço/VPA	2004-2005	0,53	0,63	-0,41	0,69
	2004-2006	-0,02	0,99	-0,41	0,69
	2004-2007	0,19	0,86	-0,41	0,69
Beta	2004-2005	2,60	0,08	-1,83	0,07
	2004-2006	0,37	0,74	-0,37	0,72
	2004-2007	-1,54	0,22	-1,10	0,27
Retorno	2004-2005	1,17	0,31	-1,21	0,23
	2004-2006	0,68	0,54	-0,67	0,50
	2004-2007	1,08	0,34	-1,48	0,14
Volatilidade	2004-2005	0,62	0,58	0,00	1,00
	2004-2006	0,17	0,88	-0,37	1,00
	2004-2007	-0,14	0,90	-0,37	1,00
Volume	2004-2005	-4,69	0,00	-3,05	0,00
	2004-2006	-3,71	0,00	-3,11	0,00
	2004-2007	-4,59	0,00	-3,30	0,00
Turnover	2004-2005	-1,83	0,14	-1,48	0,14
	2004-2006	-1,92	0,12	-1,75	0,08
	2004-2007	-2,86	0,04	-2,02	0,04

Os dados indicam a existência de diferenças significativas de medianas nas variáveis “liquidez em bolsa” e “volume”, o mesmo ocorrendo com as variáveis “lucro por ação”, no período 2005-2006, e *turnover*, no período 2004-2007. Isso mostra que tais variáveis foram sensíveis positivamente ao ingresso nos níveis de governança, já que a diferença foi

negativa. As demais, com valores não significativos para todos os períodos, indicam a inexistência de diferença em suas medianas.

Tabela 38: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2005.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2004-2005	1,40	0,19	-1,57	0,12
	2004-2006	1,20	0,25	-0,73	0,46
	2004-2007	0,83	0,42	-0,11	0,92
Financiamento do ativo	2004-2005	1,54	0,15	-2,06	0,04
	2004-2006	1,50	0,16	-1,64	0,10
	2004-2007	1,26	0,23	-1,08	0,28
Endividamento de curto prazo	2004-2005	-0,29	0,78	-0,16	0,88
	2004-2006	-0,42	0,69	-0,53	0,59
	2004-2007	-0,47	0,65	-0,53	0,59
Financiamento do imobilizado	2004-2005	1,95	0,08	-2,70	0,01
	2004-2006	1,86	0,09	-2,19	0,03
	2004-2007	1,36	0,20	-1,58	0,11
Tangibilidade das operações	2004-2005	1,34	0,21	-1,26	0,21
	2004-2006	-0,99	0,34	0,00	1,00
	2004-2007	-0,18	0,87	-1,49	0,14
Alavancagem financeira	2004-2005	0,21	0,84	-0,16	0,88
	2004-2006	0,65	0,53	-0,71	0,48
	2004-2007	0,40	0,70	-0,08	0,94
Alavancagem operacional	2004-2005	1,15	0,28	-0,97	0,33
	2004-2006	-3,11	0,01	-2,29	0,02
	2004-2007	0,22	0,83	-0,10	0,92

Pode-se entender que as diferenças não são significativas, pois, à exceção das variáveis “financiamento do ativo”, “financiamento do imobilizado” e “alavancagem operacional”, que apresentam diferenças em um dos períodos analisados, as demais apresentaram valores de significância superiores a 0,05, em todos os períodos considerados.

Tabela 39: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2005.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2004-2005	-1,68	0,12	-1,80	0,07
	2004-2006	-1,83	0,09	-2,04	0,04
	2004-2007	-1,54	0,15	-2,90	0,00
Ativo total	2004-2005	-2,20	0,05	-2,34	0,02
	2004-2006	-2,38	0,04	-2,41	0,02
	2004-2007	-2,34	0,04	-2,83	0,01
<i>Payout</i>	2004-2005	0,01	0,99	-0,47	0,64
	2004-2006	-1,52	0,16	-1,33	0,18
	2004-2007	-1,04	0,32	-0,66	0,51

A variável “*payout*” é a única que apresenta valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, indicando a inexistência de diferença em suas medianas. Os dados indicam, com 95% de confiança, a existência de diferenças de medianas nas variáveis “ativo total”, em todos os períodos, e na variável “receita líquida”, na maioria dos períodos analisados.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2005, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: ambas as relacionadas à governança corporativa; liquidez em bolsa e volume, no que tange às medidas de mercado; ativo total e receita líquida, consideradas como variáveis de controle. Com relação ao desempenho empresarial e à estrutura de capital, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas.

A análise das empresas que ingressaram em 2006 segue abaixo.

Tabela 40: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de governança corporativa das empresas aderidas no ano 2006.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	2005-2006	0,72	0,13	-0,97	0,33
	2005-2007	1,55	0,05	-1,58	0,11
% de ações dos 5 maiores acionistas	2005-2006	1,62	0,13	-0,97	0,33
	2005-2007	2,21	0,05	-1,58	0,11

Nos períodos considerados, não houveram diferenças de medianas nas variáveis relacionadas, constantes da Tabela 40.

Tabela 41: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho empresarial das empresas aderidas no ano 2006.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2005-2006	-1,88	0,07	-3,10	0,00
	2005-2007	-2,38	0,03	-2,74	0,01
Liquidez corrente	2005-2006	-1,50	0,15	-2,90	0,00
	2005-2007	-0,80	0,43	-2,75	0,01
ROE	2005-2006	2,69	0,01	-3,06	0,00
	2005-2007	2,58	0,02	-2,97	0,00
ROA	2005-2006	2,77	0,01	-2,62	0,01
	2005-2007	2,14	0,05	-1,48	0,14
Margem líquida	2005-2006	0,61	0,55	-0,08	0,94
	2005-2007	-0,98	0,34	-1,36	0,17
Ebitida	2005-2006	2,98	0,01	-2,80	0,01
	2005-2007	2,84	0,01	-2,59	0,01
<i>Q</i> de Tobin	2005-2006	-1,44	0,25	-1,83	0,07
	2005-2007	-1,70	0,19	-1,46	0,14

As variáveis “margem líquida” e “*Q* de Tobin” apresentam valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Já os valores médios da variável “ROA” apresentam-se significativos apenas no período 2005-2006. Entretanto, pode-se dizer, com 95% de confiança, que as demais variáveis apresentam diferenças em suas medianas em todos os períodos analisados, atestando a melhoria de desempenho a partir da inserção nos níveis de governança.

Tabela 42: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de desempenho de mercado das empresas aderidas no ano 2006.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2005-2006	-1,77	0,09	-3,89	0,00
	2005-2007	-1,82	0,08	-3,89	0,00
Lucro por ação	2005-2006	0,72	0,48	-1,16	0,25
	2005-2007	-1,03	0,32	-1,34	0,18
Preço/VPA	2005-2006	-1,83	0,14	-1,63	0,10
	2005-2007	-2,42	0,07	-2,02	0,04
Beta	2005-2006	-0,97	0,39	-0,67	0,50
	2005-2007	1,88	0,13	-1,48	0,14
Retorno	2005-2006	-1,65	0,17	-2,02	0,04
	2005-2007	1,39	0,24	-1,21	0,23
Volatilidade	2005-2006	-0,85	0,46	-0,73	0,47
	2005-2007	0,75	0,51	-0,73	0,47
Volume	2005-2006	-4,40	0,00	-4,54	0,00
	2005-2007	-3,65	0,00	-4,54	0,00
<i>Turnover</i>	2005-2006	-1,73	0,16	-1,76	0,08
	2005-2007	-2,96	0,04	-2,02	0,04

Os dados indicam, com 95% de confiança, a existência de diferenças de medianas nas variáveis “liquidez em bolsa” e “volume”, em todos os períodos. O mesmo ocorre com a variável “retorno” no período 2005-2006, apontando para uma melhoria em tais variáveis quando do ingresso nos níveis de governança, enquanto que as demais não apresentam diferenças.

Tabela 43: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de estrutura de capital das empresas aderidas no ano 2006.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	2005-2006	2,76	0,01	-3,49	0,00
	2005-2007	2,33	0,03	-3,08	0,00
Financiamento do ativo	2005-2006	3,90	0,00	-3,35	0,00
	2005-2007	3,29	0,00	-3,01	0,00
Endividamento de curto prazo	2005-2006	1,02	0,32	-0,57	-1,03
	2005-2007	1,37	0,19	0,57	0,30
Financiamento do imobilizado	2005-2006	-1,33	0,20	-0,26	0,80
	2005-2007	-1,44	0,17	-1,33	0,18
Tangibilidade das operações	2005-2006	-0,53	0,61	-0,47	0,64
	2005-2007	0,95	0,36	-0,11	0,91
Alavancagem financeira	2005-2006	0,78	0,44	-0,54	0,59
	2005-2007	1,55	0,14	-1,15	0,25
Alavancagem operacional	2005-2006	-3,61	0,00	-2,77	0,01
	2005-2007	-1,59	0,13	-1,11	0,27

Existem diferenças negativas nas medianas das variáveis “endividamento geral” e “financiamento do ativo” em todos os períodos, o mesmo ocorrendo com a variável “alavancagem operacional”, no período 2005-2006, o que indica que tais variáveis sofreram acréscimo a partir do ingresso nos níveis de governança.

Tabela 44: Teste *t* de diferença de médias e teste de Wilcoxon das variáveis de controle das empresas aderidas no ano 2006.

VARIÁVEIS	INTERVALO	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
		Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	2005-2006	0,40	0,69	-2,29	0,02
	2005-2007	-4,33	0,00	-3,78	0,00
Ativo total	2005-2006	-1,03	0,32	-1,83	0,07
	2005-2007	-0,94	0,36	-1,76	0,08
Payout	2005-2006	-0,17	0,87	-0,11	0,91
	2005-2007	1,25	0,23	-0,45	0,65

As variáveis “ativo total” e “payout” apresentam valores de significância superiores a 0,05 para todos os períodos, levando a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Por outro lado, os dados indicam a existência de diferenças de médias na variável “receita líquida”, em ambos os períodos.

De maneira geral, na análise das diferenças de medianas para as empresas que ingressaram nos níveis de governança em 2006, as variáveis que mais se destacam por apresentarem diferenças negativas, indicando uma melhoria após o ingresso nos níveis de governança, são: liquidez geral, liquidez corrente, ROE e Ebitida, no que tange ao desempenho empresarial; liquidez em bolsa e volume, como medidas de mercado; endividamento geral e financiamento do ativo, relacionadas à estrutura de capital, e receita líquida, como variável de controle. Com relação à governança, as respectivas variáveis não apresentam diferenças significativas, isto é não foram suscetíveis ao ingresso das empresas nos níveis de governança.

#### 4.4 Variações anuais das variáveis

Conforme estabelecido no capítulo 3, as variações foram calculadas utilizando-se a fórmula (1). Destaca-se que, enquanto no item anterior, a análise foi realizada por ano de ingresso, neste item a análise concentrar-se-á no período da variação. Assim, o primeiro ano de variação refere-se às diferenças no primeiro ano de todas as empresas que ingressaram nos níveis de governança, independentemente do ano de ingresso. Por exemplo, as variações do primeiro ano incluem as variações entre 2000-2001 das empresas que ingressaram em 2001; as variações de 2001-2002, das empresas que aderiram aos níveis de governança em 2002, assim sucessivamente.

A análise das variações anuais das variáveis foi efetuada através dos testes *t* de diferenças de médias e de Wilcoxon, como teste alternativo. Os dados apresentam-se dispostos nas Tabelas 45 a 79.

Tabela 45: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no primeiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	-0,69	0,49	-1,62	0,11
% de ações dos 5 maiores acionistas	-1,92	0,06	-1,27	0,20

Considerando que os valores de significância são superiores a 0,05, pode-se afirmar que, no período em questão, não há diferença nas medianas das variáveis constantes da Tabela 45, ou seja, não houve variação significativa após o primeiro ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 46: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no primeiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	1,04	0,30	-4,61	0,00
Liquidez corrente	1,04	0,30	-4,63	0,00
ROE	-1,93	0,06	-2,50	0,01
ROA	-0,40	0,69	-0,21	0,83
Margem líquida	1,08	0,28	-0,64	0,52
Ebitida	-0,02	0,98	-0,29	0,77
Q de Tobin	2,53	0,01	-3,07	0,00

Para as variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente”, “ROE” e “Q de Tobin”, o valor de significância foi inferior a 0,05, indicando que, em média, tais variáveis apresentam diferenças no período analisado, as quais, por serem negativas, indicam um acréscimo nas variáveis a partir do primeiro ano de ingresso. Já para as demais variáveis, verifica-se, com 95% de confiança, que não apresentam diferenças em suas medianas.

Tabela 47: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no primeiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,01	0,31	-3,38	0,00
Lucro por ação	1,09	0,28	-0,24	0,81
Preço/VPA	2,61	0,01	-2,62	0,01
Beta	-0,23	0,82	-2,54	0,01
Retorno	-0,30	0,76	-1,22	0,22
Volatilidade	-1,39	0,17	-1,55	0,12
Volume	1,03	0,31	-2,57	0,01
Turnover	1,93	0,06	-1,59	0,11

As variáveis “lucro por ação”, “retorno”, “volatilidade” e “turnover”, por apresentarem valores de significância superiores a 0,05, levam a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. As demais sofreram acréscimo a partir do primeiro ano de ingresso nos níveis de governança.



Tabela 48: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no primeiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	-3,11	0,00	-3,38	0,00
Financiamento do ativo	-3,18	0,00	-3,36	0,00
Endividamento de curto prazo	1,04	0,30	-0,56	0,58
Financiamento do imobilizado	0,72	0,47	-1,97	0,05
Tangibilidade das operações	-1,71	0,09	-3,19	0,00
Alavancagem financeira	0,73	0,47	-1,37	0,17
Alavancagem operacional	1,41	0,16	0,00	1,00

Pode-se considerar, com 95% de confiança, que em mediana as diferenças foram significativas para a maioria das variáveis de estrutura, ou seja, os valores negativos informam melhoria na estrutura de capital para o primeiro ano de ingresso.

Tabela 49: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no primeiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	4,20	0,00	-5,62	0,00
Ativo total	1,08	0,29	-3,61	0,00
<i>Payout</i>	1,77	0,08	-0,83	0,41

Os dados indicam que as variáveis “receita líquida” e “ativo total” apresentam valores de significância inferiores a 0,05, podendo-se afirmar a existência de diferenças de medianas naquelas variáveis no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o primeiro ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Com destaque, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente, ROE e Q de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, preço/VPA, beta e volume. De igual forma, as variáveis relacionadas à estrutura de capital que apresentaram variações foram: o endividamento geral, financiamento do ativo e do imobilizado e tangibilidade das operações. Já com relação à governança, as respectivas variáveis não apresentaram variações significativas.

A seguir, as análises das variações ocorridas no segundo ano de ingresso.

Tabela 50: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no segundo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	-1,48	0,14	-2,18	0,03
% de ações dos 5 maiores acionistas	-2,57	0,01	-2,44	0,02

Considerando que os valores de significância são inferiores a 0,05, pode-se afirmar que, no período em análise, há diferença nas medianas das variáveis constantes da Tabela 50. Os valores negativos demonstram um acréscimo em ambas as variáveis, no segundo ano de ingresso aos níveis de governança.

Tabela 51: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no segundo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	1,14	0,26	-4,19	0,00
Liquidez corrente	1,18	0,24	-3,62	0,00
ROE	0,16	0,87	-1,32	0,19
ROA	0,38	0,70	-0,47	0,64
Margem líquida	0,96	0,34	-0,54	0,59
Ebitida	0,20	0,85	-0,35	0,72
Q de Tobin	3,37	0,00	-3,97	0,00

Para as variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente” e “Q de Tobin”, o valor de significância foi inferior a 0,05, indicando que, em mediana, tais variáveis apresentam diferenças no período analisado; estas, por serem negativas, demonstram incremento nos níveis de governança a partir do segundo ano. Já para as demais variáveis, verifica-se, com 95% de confiança, que não apresentam diferenças.

Tabela 52: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no segundo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,01	0,32	-4,12	0,00
Lucro por ação	1,27	0,21	-1,22	0,22
Preço/VPA	3,14	0,00	-3,31	0,00
Beta	-1,02	0,31	-1,30	0,19
Retorno	-2,10	0,04	-3,00	0,00
Volatilidade	-1,13	0,26	-1,49	0,14
Volume	1,02	0,31	-3,96	0,00
Turnover	1,91	0,06	-3,07	0,00

As variáveis “lucro por ação”, “beta” e “volatilidade”, por apresentarem valores de significância superiores a 0,05, levam a concluir a inexistência de diferença em suas medianas. As demais, por mostrarem valores significativos e negativos, trazem acréscimos no período em questão.

Tabela 53: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no segundo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	-0,39	0,70	-1,31	0,19
Financiamento do ativo	-1,94	0,06	-2,17	0,03
Endividamento de curto prazo	2,48	0,02	-1,59	0,11
Financiamento do imobilizado	1,24	0,22	-0,16	0,87
Tangibilidade das operações	-0,14	0,89	-2,37	0,02
Alavancagem financeira	-0,25	0,80	-1,03	0,30
Alavancagem operacional	1,96	0,05	-1,05	0,29

As diferenças foram significativas para a minoria das variáveis de estrutura, cujos valores com sinal negativo informam melhoria em tais variáveis, a partir do segundo ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 54: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no segundo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	5,22	0,00	-5,99	0,00
Ativo total	1,11	0,27	-5,15	0,00
<i>Payout</i>	-0,47	0,64	-0,79	0,43

Os dados indicam que as variáveis “receita líquida” e “ativo total” apresentam valores de significância inferiores a 0,05, podendo-se afirmar a existência de diferenças de medianas naquelas variáveis no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o segundo ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente e Q de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, preço/VPA, retorno, volume e *turnover*. De igual forma, as variáveis relacionadas à estrutura de capital que

apresentaram variações foram: financiamento do ativo e tangibilidade das operações. Já com relação à governança, ambas as variáveis apresentaram variações significativas.

A seguir, as variações ocorridas no terceiro ano de ingresso.

Tabela 55: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no terceiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	-2,10	0,04	-2,52	0,01
% de ações dos 5 maiores acionistas	-2,73	0,01	-2,49	0,01

Considerando que os valores de significância são inferiores a 0,05 pode-se afirmar que, no período considerado, há diferença nas medianas das variáveis constantes da Tabela 55, isto é, houve aumento nas variáveis, no terceiro ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 56: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no terceiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2,02	0,05	-3,71	0,00
Liquidez corrente	3,84	0,00	-3,79	0,00
ROE	-0,86	0,39	-0,40	0,69
ROA	1,07	0,29	-1,72	0,09
Margem líquida	-0,68	0,50	-0,60	0,55
Ebitida	0,79	0,43	-1,66	0,10
Q de Tobin	1,85	0,07	-3,22	0,00

Para as variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente” e “Q de Tobin”, o valor de significância foi inferior a 0,05, indicando que, em média, tais variáveis apresentam diferenças negativas no período analisado, ou seja, os índices melhoraram a partir desse período. Com relação às demais variáveis, verifica-se que não apresentam diferenças em suas medianas.

Tabela 57: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no terceiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,01	0,32	-4,13	0,00
Lucro por ação	0,06	0,95	-1,70	0,09
Preço/VPA	2,04	0,05	-3,69	0,00
Beta	-0,86	0,39	-0,32	0,75
Retorno	-0,47	0,64	-2,69	0,01
Volatilidade	-2,23	0,03	-2,93	0,00
Volume	1,01	0,32	-4,51	0,00
Turnover	2,65	0,01	-2,92	0,00

As variáveis “lucro por ação” e “beta” não apresentam diferença em suas medianas. Quanto às demais, pode-se afirmar que as variáveis tiveram melhoria no terceiro período de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 58: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no terceiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	-0,74	0,46	-0,96	0,34
Financiamento do ativo	-0,44	0,66	-0,55	0,59
Endividamento de curto prazo	1,40	0,17	-0,07	0,95
Financiamento do imobilizado	1,49	0,14	-1,22	0,22
Tangibilidade das operações	-1,56	0,13	-4,11	0,00
Alavancagem financeira	-0,48	0,63	-0,67	0,50
Alavancagem operacional	-1,22	0,23	-1,46	0,15

As diferenças não foram significativas para a maioria das variáveis, indicando que a estrutura de capital não sofreu melhoria no terceiro ano de ingresso.

Tabela 59: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no terceiro ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	4,39	0,00	-5,50	0,00
Ativo total	3,20	0,00	-3,39	0,00
Payout	-0,57	0,57	-1,12	0,27

Os dados indicam que as variáveis “receita líquida” e “ativo total” apresentam valores de significância inferiores a 0,05, podendo-se afirmar a existência de diferenças de medianas naquelas variáveis no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o terceiro ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente e Q de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, preço/VPA, retorno, volatilidade, volume e *turnover*. De igual forma, a variável relacionada à estrutura de capital que apresentou variação foi a tangibilidade das operações. Já com relação à governança, ambas as variáveis apresentaram variações significativas.

Na sequência, as variações ocorridas no quarto ano de ingresso.

Tabela 60: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no quarto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	-0,05	0,96	-0,54	0,59
% de ações dos 5 maiores acionistas	-0,48	0,64	-0,31	0,75

Considerando que os valores de significância são superiores a 0,05, pode-se afirmar que, no período considerado, inexistiu diferença nas medianas das variáveis constantes da Tabela 60, significando que ambas as variáveis não sofreram acréscimo a partir do quarto ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 61: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no quarto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	3,49	0,00	-3,92	0,00
Liquidez corrente	3,63	0,00	-4,09	0,00
ROE	-0,51	0,62	-0,37	0,71
ROA	1,32	0,19	-1,46	0,15
Margem líquida	0,45	0,66	-0,41	0,68
Ebitida	1,20	0,24	-1,30	0,19
Q de Tobin	2,04	0,05	-2,93	0,00

Para as variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente” e “Q de Tobin”, o valor de significância foi inferior a 0,05, indicando que, em média, tais variáveis apresentam diferenças no período analisado. O valor negativo das diferenças atesta melhoria nas

variáveis no período considerado. Já para as demais variáveis, verifica-se que as mesmas não apresentam diferenças em suas medianas.

Tabela 62: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no quarto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	2,26	0,03	-3,62	0,00
Lucro por ação	0,57	0,57	-1,34	0,18
Preço/VPA	2,91	0,01	-4,10	0,00
Beta	-1,23	0,23	-1,95	0,05
Retorno	-0,80	0,43	-3,33	0,00
Volatilidade	-4,12	0,00	-3,62	0,00
Volume	1,05	0,30	-4,37	0,00
Turnover	1,63	0,11	-3,64	0,00

Considerando os valores negativos das diferenças de medianas, pode-se afirmar que, em mediana, a maioria das variáveis apresenta acréscimo a partir do quarto ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 63: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no quarto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	-0,74	0,47	-1,18	0,24
Financiamento do ativo	-0,32	0,75	-0,70	0,48
Endividamento de curto prazo	1,35	0,18	-0,33	0,74
Financiamento do imobilizado	1,43	0,16	-0,61	0,54
Tangibilidade das operações	-0,75	0,46	-2,65	0,01
Alavancagem financeira	1,02	0,32	-0,58	0,56
Alavancagem operacional	0,15	0,88	-1,34	0,18

A estrutura de capital não apresentou melhorias a partir do quarto ano de adesão nos níveis de governança, pois, com 95% de confiança, em mediana, as diferenças não foram significativas para a maioria das variáveis.

Tabela 64: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no quarto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	5,83	0,00	-4,69	0,00
Ativo total	2,38	0,02	-2,60	0,01
Payout	-1,59	0,12	-1,29	0,20

Os dados indicam que as variáveis “receita líquida” e “ativo total” apresentam valores de significância inferiores a 0,05. Então, pode-se afirmar a existência de diferenças de medianas naquelas variáveis no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o quarto ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente e Q de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, preço/VPA, retorno, volatilidade, volume e *turnover*. De igual forma, a variável relacionada à estrutura de capital que apresentou variação foi a tangibilidade das operações. Já com relação à governança, ambas as variáveis não apresentaram variações significativas.

As variações ocorridas no quinto ano de ingresso constam a seguir.

Tabela 65: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no quinto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	1,25	0,22	-0,62	0,53
% de ações dos 5 maiores acionistas	0,58	0,57	-0,52	0,60

Com 95% de confiança, em média, pode-se afirmar que no período considerado inexistiu diferença nas medianas das variáveis constantes da Tabela 65, ou seja, as variáveis não apresentam melhorias a partir do quinto ano de adesão aos níveis de governança.

Tabela 66: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no quinto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2,73	0,01	-3,55	0,00
Liquidez corrente	3,12	0,00	-3,70	0,00
ROE	-0,18	0,86	-1,57	0,12
ROA	1,87	0,07	-2,39	0,02
Margem líquida	-0,57	0,57	-0,92	0,36
Ebitida	0,58	0,57	-1,99	0,05
Q de Tobin	2,06	0,05	-3,38	0,00

Para as variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente”, ROA, Ebitida e “Q de Tobin”, os valores de significância são inferiores a 0,05, indicando que, em média, tais variáveis apresentam diferenças no período analisado. A melhoria dessas variáveis comprova-se pelos



valores negativos das diferenças de medianas. Já, para as demais variáveis, verifica-se, com 95% de confiança, que não apresentam diferenças em suas medianas.

Tabela 67: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no quinto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,29	0,21	-2,91	0,00
Lucro por ação	-0,32	0,75	-1,83	0,07
Preço/VPA	2,72	0,01	-4,24	0,00
Beta	-0,82	0,42	-1,20	0,23
Retorno	0,25	0,81	-2,14	0,03
Volatilidade	-4,54	0,00	-3,56	0,00
Volume	1,07	0,29	-4,35	0,00
Turnover	1,47	0,15	-3,68	0,00

As variáveis “lucro por ação” e “beta”, por apresentarem valores de significância superiores a 0,05, levam a considerar a inexistência de diferença em suas medianas. Pode-se afirmar, com 95% de confiança, que em mediana as demais, por mostrarem valores negativos significativos, apresentam melhora a partir do quinto ano de ingresso nos níveis de governança.

Tabela 68: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no quinto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	0,03	0,98	-1,14	0,25
Financiamento do ativo	0,09	0,93	-1,22	0,22
Endividamento de curto prazo	-0,95	0,35	-1,62	0,11
Financiamento do imobilizado	1,08	0,29	-0,51	0,61
Tangibilidade das operações	-7,00	0,00	-4,37	0,00
Alavancagem financeira	-1,20	0,24	-0,16	0,87
Alavancagem operacional	2,13	0,04	-0,01	0,99

As diferenças não são significativas para a maioria das variáveis de estrutura, indicando que a estrutura e capital não apresentou melhorias no período em questão.

Tabela 69: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no quinto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	5,16	0,00	-4,34	0,00
Ativo total	2,63	0,01	-2,08	0,04
Payout	-1,26	0,22	-0,90	0,37

Pode-se afirmar a existência de diferenças de medianas nas variáveis “receita líquida” e “ativo total” no período considerado, pois os dados indicam valores de significância inferiores a 0,05.

De maneira geral, na análise das variações para o quinto ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente, ROA, Ebitida e Q de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, preço/VPA, retorno, volatilidade, volume e *turnover*. De igual forma, a variável relacionada à estrutura de capital que apresentou variação foi a tangibilidade das operações. Já com relação à governança, ambas as variáveis não apresentaram variações significativas.

Segue as variações ocorridas no sexto ano de ingresso.

Tabela 70: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no sexto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	0,99	0,34	-0,16	0,88
% de ações dos 5 maiores acionistas	0,66	0,51	-0,57	0,57

O ingresso nos níveis de governança não acarretou, em mediana, melhorias em ambas as variáveis.

Tabela 71: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no sexto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	2,53	0,02	-3,07	0,00
Liquidez corrente	3,07	0,01	-3,47	0,00
ROE	1,29	0,21	-2,33	0,02
ROA	1,29	0,21	-2,33	0,02
Margem líquida	-0,14	0,89	-2,07	0,04
Ebitida	1,19	0,25	-2,27	0,02
Q de Tobin	2,50	0,02	-2,96	0,00

Verifica-se que todas as variáveis apresentam valores de significância inferiores a 0,05. Os valores negativos indicam que, após a adesão aos níveis de governança, há uma melhoria no desempenho empresarial.

Tabela 72: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no sexto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,01	0,32	-2,42	0,02
Lucro por ação	-0,05	0,96	-2,68	0,01
Preço/VPA	4,71	0,00	-3,70	0,00
Beta	-0,96	0,35	-1,13	0,26
Retorno	-0,98	0,34	-2,28	0,02
Volatilidade	-5,97	0,00	-3,68	0,00
Volume	1,06	0,30	-3,84	0,00
Turnover	2,57	0,02	-2,70	0,01

Com exceção da variável “beta”, todas as demais apresentam aumento em suas medianas no período considerado.

Tabela 73: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no sexto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	0,45	0,66	-0,34	0,74
Financiamento do ativo	0,38	0,71	-0,55	0,58
Endividamento de curto prazo	-1,23	0,23	-2,17	0,03
Financiamento do imobilizado	1,14	0,27	-0,67	0,50
Tangibilidade das operações	-6,19	0,00	-3,81	0,00
Alavancagem financeira	0,76	0,46	-1,72	0,09
Alavancagem operacional	-0,28	0,78	-0,50	0,62

Apenas as variáveis “endividamento de curto prazo” e “tangibilidade das operações” apresentam valores de significância inferiores a 0,05. Pode-se considerar que, em mediana, as diferenças não são significativas para as demais variáveis de estrutura.

Tabela 74: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no sexto ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	5,11	0,00	-3,73	0,00
Ativo total	2,88	0,01	-2,49	0,01
Payout	0,35	0,73	-0,68	0,50

Novamente os dados indicam que as variáveis “receita líquida” e “ativo total” apresentam aumento nas medianas no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o sexto ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se todas as pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, com exceção da variável “beta”, as demais apresentaram variações em suas medianas. De igual forma, as variáveis relacionadas à estrutura de capital que apresentaram variação foram o endividamento de curto prazo e tangibilidade das operações. Já com relação à governança, ambas as variáveis não apresentaram variações significativas.

Logo abaixo constam as variações ocorridas no sétimo ano de ingresso.

Tabela 75: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de governança corporativa, para as variações ocorridas no sétimo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
% de ações do maior acionista	0,88	0,40	0,00	1,00
% de ações dos 5 maiores acionistas	0,94	0,37	-1,17	0,24

A adesão aos níveis de governança não acarretou melhoria nas variáveis constantes da Tabela 76.

Tabela 76: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho empresarial, para as variações ocorridas no sétimo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	1,41	0,18	-1,99	0,05
Liquidez corrente	2,45	0,03	-2,17	0,03
ROE	-0,57	0,58	-0,97	0,33
ROA	2,28	0,04	-2,28	0,02
Margem líquida	-0,57	0,58	-1,04	0,30
Ebitida	0,50	0,63	-1,01	0,31
Q de Tobin	2,82	0,01	-2,40	0,02

No caso das variáveis “liquidez geral”, “liquidez corrente”, ROA e “Q de Tobin”, os valores de significância são iguais ou inferiores a 0,05, indicando que, em mediana, tais variáveis apresentam diferenças no período analisado; as quais, por serem negativas, supõem a ocorrência de melhoria nas variáveis a partir da adesão no sétimo ano.

Tabela 77: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de desempenho de mercado, para as variações ocorridas no sétimo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez em bolsa	1,01	0,33	-2,55	0,01
Lucro por ação	-0,55	0,59	-1,79	0,07
Preço/VPA	-0,55	0,59	-1,79	0,07
Beta	0,33	0,75	-0,08	0,94
Retorno	0,52	0,61	-0,47	0,64
Volatilidade	-4,31	0,00	-2,80	0,01
Volume	1,03	0,32	-3,11	0,00
Turnover	1,91	0,08	-3,06	0,00

As variáveis “lucro por ação”, “preço/VPA”, “beta” e “retorno” não apresentam diferenças em suas medianas. Por outro lado, as variações relacionadas à liquidez apresentam diferenças em suas medianas no período considerado.

Tabela 78: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de estrutura de capital, para as variações ocorridas no sétimo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Endividamento geral	0,83	0,42	-0,41	0,68
Financiamento do ativo	0,32	0,76	-0,09	0,93
Endividamento de curto prazo	-2,35	0,04	-1,99	0,05
Financiamento do imobilizado	1,09	0,30	-1,27	0,20
Tangibilidade das operações	-1,65	0,12	-1,78	0,08
Alavancagem financeira	-0,25	0,81	-0,18	0,86
Alavancagem operacional	-2,00	0,07	-1,68	0,09

Em termos de estrutura de capital, apenas o endividamento a longo prazo elevou-se significativamente no sétimo ano.

Tabela 79: Teste *t* e teste de Wilcoxon para média das variáveis de controle, para as variações ocorridas no sétimo ano.

VARIÁVEIS	TESTE <i>t</i>		TESTE DE WILCOXON	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Receita líquida	3,34	0,01	-2,76	0,01
Ativo total	4,14	0,00	-2,98	0,00
Payout	-0,63	0,54	-0,15	0,88

Pode-se afirmar a existência de diferenças de medianas nas variáveis “receita líquida” e “ativo total” no período considerado.

De maneira geral, na análise das variações para o sexto ano, percebe-se a ocorrência de diferenças negativas, indicando uma melhoria nas variáveis a partir desse período. Dentre as que mais se destacaram, tem-se: liquidez geral, liquidez corrente, ROA e *Q* de Tobin, pertencentes ao construto desempenho empresarial. Com relação ao desempenho de mercado, as variações ocorreram nas variáveis: liquidez em bolsa, volatilidade, volume e *turnover*. De igual forma, a variável relacionada à estrutura de capital que apresentou variação foi o endividamento de curto prazo. Já com relação à governança, ambas as variáveis não apresentaram variações significativas.

A seguir é apresentado um panorama das variações ocorridas por variável e por período, conforme Tabela 80.

Tabela 80: Frequência das variações significativas para as variáveis de governança corporativa, do primeiro ao sétimo ano.

VARIÁVEIS	VARIACÕES SIGNIFICATIVAS						
	Ano1	Ano2	Ano3	Ano4	Ano5	Ano6	Ano7
% de ações do maior acionista		x	x				
% de ações dos 5 maiores acionistas		x	x				
Liquidez geral	x	x	x	x	x	x	x
Liquidez corrente	x	x	x	x	x	x	x
ROE	x					x	
ROA					x	x	x
Margem líquida						x	
Ebitida					x	x	
Q de Tobin	x	x	x	x	x	x	x
Liquidez em bolsa	x	x	x	x	x	x	x
Lucro por ação						x	
Preço/VPA	x	x	x	x	x	x	
Beta	x			x			
Retorno		x	x	x	x	x	
Volatilidade			x	x	x	x	x
Volume	x	x	x	x	x	x	x
<i>Turnover</i>		x	x	x	x	x	x
Endividamento geral	x						
Financiamento do ativo	x	x					
Endividamento de curto prazo						x	x
Financiamento do imobilizado	x						
Tangibilidade das operações	x	x	x	x	x	x	
Alavancagem financeira							
Alavancagem operacional							
Receita líquida	x	x	x	x	x	x	x
Ativo total	x	x	x	x	x	x	x
<i>Payout</i>							

As variáveis relativas à governança corporativa apresentaram variações em suas medianas no segundo e terceiro ano. As variáveis liquidez geral, liquidez corrente, *Q* de Tobin, liquidez em bolsa e volume, como também a receita líquida e o ativo total acusaram

variações em todos os períodos considerados. Na estrutura de capital, percebe-se que a variável tangibilidade das operações apresentou variações em seis dos sete períodos estudados.

Noutro viés, verificou-se que, do total de vinte e sete variáveis estudadas, quatorze apresentaram variações no primeiro, segundo, terceiro e quinto ano. O quarto período apresentou variações em treze variáveis. No sexto ano, dezoito variáveis sofreram alterações e onze variáveis se alteraram no sétimo ano. Tem-se, assim, o sexto ano de adesão aos níveis de governança como o período que mais apresentou melhorias nas variáveis consideradas no estudo.

A partir dessa análise, buscou-se avaliar se cada uma das variáveis de governança nominais influencia nas variações obtidas para as variáveis de estrutura e desempenho. Portanto, para cada variável, em todos os anos que as variações foram significativas, aplicou-se o teste de Mann-Whitney com o objetivo de avaliar se houveram diferenças entre as variações das empresas que aderiram a determinada prática de governança e aquelas que não aderiram. Os resultados dispostos nas Tabelas constantes do Apêndice B apontam que, para as variáveis “reinvestimentos de lucros e distribuição de dividendos” e “descrição dos negócios”, não foi possível a realização do teste, pois todas as empresas apresentaram tais informações em todos os períodos considerados. De igual forma, no quinto, sexto e sétimo ano, como todas as empresas possuíam controlador, não foi possível a realização do teste para a variável “tipo de controlador”. O mesmo ocorrendo com a variável “auditores independentes”, pois as empresas em sua totalidade, por terem contratado auditoria independente, impossibilitaram a aplicação do teste no sétimo ano. Os dados indicam também uma baixa quantidade de variáveis com valores de significância inferiores e/ou igual a 0,05, indicando que as diferenças das variações ocorreram não necessariamente pela adesão aos níveis de governança.

A seguir apresentam-se as correlações, com o objetivo de verificar, de forma preliminar, as relações entre as variáveis de governança e as variáveis de estrutura e desempenho. Além disso, é interessante observar os coeficientes de correlação para uma avaliação inicial de possíveis problemas de multicolineariedade nos modelos de regressão a serem estimados.

#### 4.5 Análise das correlações

A seguir apresentam-se as correlações entre a governança corporativa e as variáveis dependentes no primeiro ano.

Tabela 81: Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho empresarial, de mercado e estrutura de capital no primeiro ano.

VARIÁVEIS	ÍNDICE DE GOVERNANÇA		% DE AÇÕES DO ACIONISTA CONTROLADOR		INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO		% DE AÇÕES DO MAIOR ACIONISTA		% DE AÇÕES DOS 5 MAIORES ACIONISTAS	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	0,08	0,46	0,01	0,92	-0,04	0,75	-0,34	0,00	-0,34	0,00
Liquidez corrente	0,08	0,46	0,01	0,93	-0,04	0,75	-0,34	0,00	-0,34	0,00
ROE	-0,10	0,37	0,11	0,32	0,05	0,67	0,01	0,92	0,00	1,00
ROA	-0,11	0,34	0,02	0,83	-0,05	0,63	0,04	0,76	-0,04	0,75
Margem líquida	-0,16	0,14	0,03	0,82	0,11	0,32	0,01	0,94	0,03	0,77
Ebitida	0,16	0,16	0,09	0,43	0,30	0,01	0,00	0,99	0,02	0,83
Q de Tobin	-0,03	0,81	0,14	0,22	-0,06	0,61	0,28	0,01	0,23	0,04
Liquidez em bolsa	0,15	0,16	0,02	0,88	-0,10	0,39	0,94	0,94	0,02	0,83
Lucro por ação	-0,19	0,09	0,02	0,87	0,12	0,29	0,01	0,92	0,03	0,79
Preço/VPA	0,02	0,89	0,23	0,03	-0,01	0,94	0,22	0,05	0,19	0,09
Beta	0,06	0,57	0,08	0,47	-0,08	0,47	0,28	0,01	0,17	0,13
Retorno	0,02	0,87	-0,04	0,72	-0,06	0,61	-0,16	0,14	-0,01	0,92
Volatilidade	0,02	0,84	-0,07	0,53	-0,03	0,82	-0,07	0,51	-0,00	0,97
Volume	0,15	0,16	0,02	0,87	-0,10	0,39	0,01	0,93	0,03	0,82
Turnover	-0,13	0,23	0,11	0,34	-0,05	0,67	0,06	0,61	0,08	0,45
Endiv. geral	0,07	0,56	0,31	0,00	0,00	1,00	0,26	0,02	0,31	0,00
Financ. ativo	0,06	0,61	0,36	0,00	0,03	0,76	0,26	0,02	0,31	0,01
Endiv. de curto prazo	0,04	0,73	-0,01	0,93	-0,01	0,90	0,00	0,97	0,00	0,99
Financ. imob.	-0,03	0,77	-0,17	0,13	0,04	0,74	-0,08	0,45	0,16	0,16
Tang. das oper.	-0,11	0,31	0,04	0,69	-0,26	0,02	0,08	0,47	0,03	0,81
Alav. financ.	-0,17	0,13	-0,08	0,45	0,01	0,94	-0,02	0,87	-0,03	0,80
Alav. operac.	-0,25	0,02	-0,11	0,34	-0,08	0,45	0,00	0,98	0,01	0,90

Os valores de significância, em sua maioria superiores a 0,05, indicam que não há correlação entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho e de estrutura de capital. O índice de governança mostrou-se baixo e negativamente correlacionado com a alavancagem operacional, indicando de certa forma que, quanto maiores as práticas de governança adotadas, menor a alavancagem operacional da empresa. O percentual de ações do acionista controlador apresenta baixa correlação positiva com o preço/VPA, endividamento geral e financiamento do ativo, isto é, um aumento na variável independente acarreta um aumento nas variáveis independentes. A baixa correlação ocorre também na independência do conselho, de forma positiva com a variável rentabilidade e negativa com a variável tangibilidade das operações. As variáveis correlacionadas com o



percentual de ações do maior acionista são liquidez geral, liquidez corrente (baixas e negativas) e Q de Tobin, preço/VPA, beta, endividamento geral e financiamento do ativo, indicando baixas e positivas correlações. A variável percentual de ações dos cinco maiores acionistas mostra a existência de correlação baixa e negativa com as variáveis liquidez geral e liquidez corrente. Já com as variáveis Q de Tobin, endividamento geral e financiamento do ativo, percebe-se baixa correlação positiva.

Identifica-se ainda que, quanto maior o percentual de ações do acionista controlador, maior será o financiamento do ativo das empresas, ocorrendo aí a maior correlação positiva. De igual forma, porém como maior correlação negativa, percebe-se que, quanto maior o percentual de ações do maior e dos cinco maiores acionistas, menores serão os índices de liquidez geral e corrente das empresas.

Tabela 82: Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa no primeiro ano.

VARIÁVEIS	% DE AÇÕES DO ACIONISTA CONTROLADOR		INDEPEN-DO CONSELHO		% DE AÇÕES DO MAIOR ACIONISTA		% DE AÇÕES DOS 5 MAIORES ACIONISTAS	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Índice de governança	0,01	0,95	0,23	0,04	0,05	0,67	0,05	0,65
% de ações do acionista controlador			0,08	0,48	0,08	0,48	0,03	0,76
Independência do conselho					0,05	0,67	0,12	0,27
% de ações do maior acionista							0,67	0,00

A análise da matriz de correlação mostra baixa correlação entre as variáveis de governança, pois a maioria das variáveis não tem correlação significativa. Tal constatação sugere que não haverá problemas de multicolineariedade entre as variáveis independentes, nos modelos de regressão a serem estimados.

Na Tabela 83, seguem as correlações para o segundo ano de adesão aos níveis de governança.

Tabela 83: Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis de desempenho empresarial, de mercado e estrutura de capital no segundo ano.

VARIÁVEIS	ÍNDICE DE GOVERNANÇA		% DE AÇÕES DO ACIONISTA CONTROLADOR		INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO		% DE AÇÕES DO MAIOR ACIONISTA		% DE AÇÕES DOS 5 MAIORES ACIONISTAS	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liq. geral	0,08	0,45	0,01	0,93	-0,04	0,75	-0,33	0,00	-0,29	0,01
Liq. corrente	0,08	0,47	0,004	0,97	-0,04	0,71	-0,32	0,00	-0,28	0,01
ROE	-0,10	0,37	0,18	0,10	0,04	0,72	0,10	0,38	0,07	0,55
ROA	-0,06	0,59	0,19	0,09	0,01	0,94	0,10	0,35	0,07	0,53
Marg. líquida	-0,12	0,27	0,12	0,26	0,03	0,78	0,06	0,61	0,04	0,72
Ebitida	0,17	0,11	-0,003	0,98	0,19	0,09	-0,21	0,06	-0,06	0,60
Q de Tobin	0,08	0,47	0,15	0,16	0,02	0,89	0,06	0,61	0,02	0,83
Liq. em bolsa	0,16	0,16	0,02	0,88	-0,10	0,39	-0,03	0,77	-0,05	0,62
Lucro por ação	-0,11	0,34	0,10	0,39	0,10	0,37	0,09	0,41	0,05	0,64
Preço/VPA	0,13	0,23	0,27	0,01	0,08	0,49	0,12	0,30	0,12	0,28
Beta	0,11	0,34	-0,13	0,25	-0,08	0,48	-0,16	0,14	-0,17	0,13
Retorno	-0,10	0,36	-0,08	0,48	-0,13	0,22	-0,004	0,97	-0,03	0,76
Volatilidade	-0,11	0,30	-0,07	0,53	0,05	0,64	-0,07	0,54	-0,05	0,65
Volume	0,16	0,16	0,02	0,87	-0,10	0,39	-0,03	0,76	-0,06	0,62
Turnover	-0,03	0,77	0,01	0,95	0,04	0,71	-0,24	0,03	-0,14	0,22
Endiv. geral	0,00	1,00	0,25	0,02	-0,06	0,62	0,14	0,20	0,19	0,08
Financ. ativo	0,02	0,83	0,29	0,01	0,00	0,98	0,14	0,21	0,17	0,12
Endiv.de curto prazo	-0,04	0,69	0,07	0,51	0,15	0,19	-0,20	0,07	-0,22	0,04
Financ. imob.	-0,14	0,22	-0,19	0,08	-0,06	0,57	0,02	0,86	0,05	0,68
Tang. oper.	0,05	0,64	-0,21	0,06	-0,17	0,13	-0,12	0,27	-0,13	0,25
Alav. financ.	-0,15	0,18	0,19	0,08	0,17	0,13	-0,01	0,91	-0,01	0,90
Alav. operac.	0,08	0,47	-0,01	0,91	0,15	0,17	-0,08	0,46	-0,09	0,40

A exemplo do que ocorreu no primeiro ano, a maioria das variáveis não apresentam grau de correlação significativo, pois a maioria apresenta valores de significância maiores que 0,05, o que indica a inexistência de correlação entre as variáveis.

O percentual de ações do acionista controlador apresenta baixa correlação positiva com o preço/VPA, endividamento geral e financiamento do ativo. As variáveis correlacionadas com o percentual de ações do maior acionista são liquidez geral, liquidez corrente e *turnover*, com baixas e negativas correlações, indicando que o aumento nas práticas de governança equivale uma diminuição nas referidas variáveis. A variável percentual de ações dos cinco maiores acionistas mostra a existência de correlação baixa e negativa com as variáveis liquidez geral, liquidez corrente e endividamento de curto prazo.

Verifica-se que as variáveis relativas ao índice de governança e à independência do conselho não se apresentam correlacionadas com nenhuma das variáveis. Tais resultados mostram que as variações destas medidas de governança não estão associadas às variações das medidas de estrutura e desempenho.

Identifica-se ainda que quanto maior o percentual de ações do acionista controlador maior será o financiamento do ativo das empresas, ocorrendo aí a maior correlação positiva. De igual forma, porém como maior correlação negativa, percebe-se que, quanto maior o percentual de ações dos cinco maiores acionistas, menor será o índice de liquidez geral.

Tabela 84: Valores do coeficiente de correlação de Pearson e significância entre as variáveis de governança corporativa no segundo ano.

VARIÁVEIS	% DE AÇÕES DO ACIONISTA CONTROLADOR		INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO		% DE AÇÕES DO MAIOR ACIONISTA		% DE AÇÕES DOS 5 MAIORES ACIONISTAS	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Índice de governança	0,01	0,95	0,23	0,04	-0,03	0,82	0,04	0,74
% de ações do acionista controlador			0,08	0,48	0,13	0,25	0,14	0,21
Independência do conselho					0,08	0,49	0,16	0,16
% de ações do maior acionista							0,70	0,00

Novamente, a análise da matriz de correlação na Tabela 84 mostra baixa correlação entre as variáveis de governança, pois a maioria das variáveis não tem correlação significativa. Tal constatação sugere que não haverá problemas de multicolineariedade entre as variáveis independentes, nos modelos de regressão a serem estimados.

#### 4.6 Estimação dos modelos de regressão

Para a estimação dos modelos de regressão, foram definidas como variáveis dependentes aquelas que apresentaram variações significativas no primeiro e no segundo ano, conforme dados dispostos na Tabela 80. Como variáveis independentes, têm-se o índice de governança e as variáveis percentual de ações do acionista controlador, independência do conselho, percentual de ações do maior acionista e percentual dos cinco maiores acionistas.

A Tabela 85 apresenta os coeficientes e suas respectivas significâncias, dos modelos estimados pelo método *stepwise*, para as variações ocorridas no primeiro ano.

Tabela 85: Valores significativos e significância dos coeficientes dos modelos de regressão estimados para o primeiro ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	Constante		VARIÁVEIS INDEPENDENTES									
			Índice de governança		% de ações do acionista controlador		Independência do conselho		% de ações do maior acionista		% de ações dos 5 maiores acionistas	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	3,82	0,69									-0,34	0,00
Liquidez corrente	3,88	0,68									-0,34	0,00
ROE												
Q de Tobin	0,15	0,00							0,28	0,01		
Liquidez em bolsa												
Preço/VPA	-0,12	0,46			0,23	0,03						
Beta	-0,00	0,96							0,28	0,00		
Volume												
Endivid. geral	-0,38	0,00			0,30	0,00					0,30	0,00
Financ. ativo	-0,24	0,00			0,34	0,00					0,29	0,00
Financ. imob.												
Tang. oper.	0,16	0,08					-0,25	0,01				

Verifica-se que apenas o percentual de ações do maior e dos cinco maiores acionistas influenciam no desempenho empresarial. Os valores negativos indicam que na medida em que tais percentuais aumentam, ocorre uma queda nos índices de liquidez geral e corrente. De forma contrária, com associação positiva, sempre que o percentual de ações do maior acionista aumentar ocorre um acréscimo na variável Q de Tobin. Contudo, em ambos os casos, o valor dos índices acusa baixa relação entre as variáveis.

No caso do desempenho de mercado, a baixa associação ocorreu de forma positiva com as variáveis percentual de ações do maior acionista e do acionista controlador. Com valores de significância que revelam baixa relação, a estrutura de capital apresenta-se influenciada pelo percentual do acionista controlador, percentual dos cinco maiores acionistas e pela independência do conselho.

Observa-se que, para as variáveis dependentes ROE, liquidez em bolsa, volume e financiamento do imobilizado, não foram obtidos modelos de regressão pelo método *stepwise*. Tal resultado ocorreu devido ao fato dos valores de coeficientes para todas as variáveis independentes não serem significativos. Percebe-se ainda que a variável relativa ao índice de governança parece não influenciar nenhuma das variáveis dependentes.

Para estes modelos, foram obtidos os coeficientes de determinação apresentados na Tabela 86.



No segundo ano, observa-se que o desempenho empresarial sofre influência apenas do percentual de ações do maior acionista. Os valores negativos indicam que, na medida em que ocorre um aumento na variável independente, ocorre uma queda nos índices de liquidez geral e corrente. Em ambos os casos, o valor dos índices acusam baixa associação entre as variáveis.

No caso do desempenho de mercado, a associação positiva e baixa ocorreu com a variável percentual de ações do acionista controlador e de forma negativa, com a variável percentual de ações do maior acionista. Com valores de significância que revelam baixa associação, a estrutura de capital apresenta-se influenciada apenas pelo percentual do acionista controlador.

Observa-se que, para as variáveis dependentes  $Q$  de Tobin, liquidez em bolsa, retorno, volume e tangibilidade das operações, não foram obtidos modelos de regressão pelo método *stepwise*. Tal resultado ocorreu devido ao fato dos valores de coeficientes para todas as variáveis independentes não serem significativos. Percebe-se ainda que tanto a variável relativa ao índice de governança, quanto a independência do conselho e o percentual dos cinco maiores acionistas, parecem não influenciar nenhuma das variáveis dependentes.

Os respectivos coeficientes de determinação dos modelos são demonstrados na tabela a seguir.

Tabela 88: Valores dos coeficientes de determinação ajustado para o segundo ano.

<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>	<b>R<sup>2</sup> AJUSTADO</b>
Liquidez geral	0,097
Liquidez corrente	0,094
Preço/VPA	0,059
Turnover	0,044
Financiamento do ativo	0,073

A análise dos coeficientes ajustados indica que as variações ocorridas nas variáveis independentes acusam baixa influência nas variáveis dependentes, ou seja, o maior poder explicativo acontece quando 9,7% da variável dependente liquidez geral é explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes de governança.

Os valores de significância dos coeficientes dos modelos de regressão, estimados para o primeiro e segundo ano, incluindo as variáveis de controle, encontram-se dispostos nas Tabelas constantes do Apêndice C. Os dados mostram que, no primeiro ano, o percentual de ações do acionista controlador influenciou as variáveis preço/VPA, endividamento geral e financiamento do ativo. O  $Q$  de Tobin foi influenciado pelo

percentual de ações do maior acionista. O percentual de ações dos cinco maiores acionistas apresentou relação com a liquidez geral, liquidez corrente e com o endividamento geral. A receita líquida relacionou-se com a tangibilidade das operações. O ativo total mostrou-se relacionado com o financiamento do ativo, e o *payout* influenciou tanto o endividamento geral como o financiamento do ativo. À exceção da relação receita líquida com a tangibilidade das operações, que apresenta moderada influência, as demais são consideradas fracas associações. Os valores negativos indicam diminuição na variável dependente sempre que a variável independente aumentar, enquanto que relações positivas mostram que um acréscimo na variável independente acarreta, de igual forma, um acréscimo na variável dependente. Observa-se ainda que as variáveis ROE, liquidez em bolsa, volume e financiamento do imobilizado não apresentaram valores de coeficientes significativos, não sendo possível obter modelos de regressão pelo método *stepwise*. Por sua vez, o índice de governança e independência do conselho não influenciaram nenhuma das variáveis dependentes.

No segundo ano, o percentual de ações do acionista controlador influenciou as variáveis preço/VPA e financiamento do ativo. O percentual de ações do maior acionista influenciou a liquidez geral, liquidez corrente e a variável *turnover*. Como no primeiro ano, o ativo total mostrou-se relacionado com o financiamento do ativo. Já o *payout* influenciou a variável preço/VPA. Todas as relações são consideradas fracas associações. Os valores negativos indicam diminuição na variável dependente sempre que a variável independente aumentar, enquanto que relações positivas mostram que um acréscimo na variável independente acarreta, de igual forma, um acréscimo na variável dependente. Observa-se ainda que as variáveis Q de Tobin, liquidez em bolsa, retorno, volume e tangibilidade das operações não apresentaram valores de coeficientes significativos, o que não possibilitou a obtenção de modelos de regressão pelo método *stepwise*. O índice de governança, a independência do conselho e a receita líquida não influenciaram nenhuma das variáveis dependentes no segundo ano.

Com relação aos coeficientes de determinação incluindo as variáveis de controle, demonstradas no Anexo C, tanto para o primeiro, como para o segundo ano, o maior poder explicativo do modelo ocorre na variável financiamento do ativo. Ou seja, no primeiro ano, 28,2 % dessa variável é explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes de governança, enquanto no segundo ano, esse percentual foi de 13,10%.

A seguir, são analisados os modelos de regressão, com a finalidade de garantir a integridade e significância dos mesmos.

#### 4.6.1 Análise dos modelos de regressão

Conforme relatado no capítulo do método, seguem abaixo os valores e significâncias dos testes para o primeiro ano.

Tabela 89: Valores e significância dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão, estimados para o primeiro ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	TESTE F		KS		PESARAN PESARAN		DURBIN WATSON	TOL	FIV
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.			
Liquidez geral	10,81	0,00	3,29	0,00	3,17	0,00	1,84		
Liquidez corrente	10,75	0,00	3,31	0,00	3,17	0,00	1,84		
Q de Tobin	6,97	0,00	2,27	0,00	0,33	0,74	2,09		
Preço/VPA	4,72	0,03	2,61	0,00	1,07	0,28	1,73		
Beta	7,07	0,00	2,31	0,00	8,02	0,00	2,14		
Endivid. geral	9,49	0,00	0,84	0,47	-1,17	0,24	1,91	0,99	1,00
Financ. ativo	1,094	0,00	1,27	0,07	-0,03	0,97	1,93	0,99	1,00
Tang. Oper	5,75	0,01	1,92	0,00	0,03	0,97	1,83		

Os valores de significância do teste F, menores que 0,05, indicam que pelo menos uma das variáveis independentes exerce influência sobre a variável dependente, considerando-se o modelo significativo como um todo.

O pressuposto da normalidade se verifica parcialmente no construto da estrutura de capital, em que as variáveis endividamento geral e financiamento do ativo apresentam resultados do teste KS com valores de significância superiores a 0,05. O mesmo não ocorre nas variáveis relativas ao desempenho empresarial e de mercado.

Os resíduos revelam-se homoscedásticos nas variáveis Q de Tobin, preço/VPA e nas variáveis de estrutura (valores de significância superiores a 0,05), indicando atendimento parcial desse pressuposto, conforme mostra o teste Pesarán-Pesarán.

É verificada a ausência de autocorrelação serial, pois os valores do teste de DW encontram-se nos intervalos  $1,67 < d < 2,33$ , para uma variável independente e  $1,70 < d < 2,30$  para duas variáveis independentes, considerados como âmbito para atendimento ao pressuposto.

Os índices de TOL e FIV, utilizados para avaliar a multicolinearidade, foram estimados para os modelos com mais de uma variável independente e referem-se



respectivamente ao menor valor de TOL e ao maior valor de FIV encontrados, sendo que todos os valores de TOL e FIV encontram-se dentro dos limites aceitáveis. Adicionalmente, na análise da correlação desenvolvida anteriormente, não foram obtidos valores de correlação altos entre as variáveis independentes, levando a concluir que não há problemas de multicolineariedade nos modelos estimados.

Os valores e significâncias dos testes para o segundo ano seguem conforme Tabela 90.

Tabela 90: Valores e significância dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão, estimados para o segundo ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	TESTE F		KS		PESARAN PESARAN		DURBIN WATSON
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	
Liquidez geral	9,86	0,00	3,44	0,00	3,75	0,00	2,00
Liquidez corrente	9,62	0,00	3,23	0,00	3,75	0,00	2,00
Preço/VPA	6,24	0,01	2,36	0,00	1,29	0,20	1,22
<i>Turnover</i>	4,79	0,03	3,09	0,00	2,78	0,00	2,03
Financ. ativo	7,56	0,00	1,01	0,25	-0,34	0,73	1,85

Pode-se considerar o modelo significativo como um todo quando os valores de significância do teste F se apresentam menores que 0,05, indicando que pelo menos uma das variáveis independentes exerce influência sobre as variáveis dependentes.

O pressuposto da normalidade se verifica apenas na variável financiamento do ativo. O mesmo não ocorre nas variáveis relativas ao desempenho empresarial e de mercado.

Conforme os resultados do teste Pesarán-Pesarán, os resíduos revelam-se homoscedásticos somente nas variáveis financiamento do ativo e preço/VPA.

A exceção da variável preço/VPA, é verificada ausência de autocorrelação serial pois os valores do teste de DW encontram-se no intervalo  $1,67 < d < 2,33$ , para uma variável independente, considerado limite para atendimento ao pressuposto.

Como se procedeu no primeiro ano, utilizou-se os índices de TOL e FIV para avaliar a multicolineariedade, os quais foram estimados para os modelos com mais de uma variável independente, o que não é o caso nesse segundo ano, já que o modelo acusa a influência de apenas uma variável independente. Conforme já constatado por ocasião da análise das correlações, não foram obtidos valores de correlação elevados entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes, o que leva a supor a inexistência de multicolineariedade nos modelos estimados.

Os valores e significâncias dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão estimados para o primeiro e segundo ano, incluindo as variáveis de controle, encontram-se dispostos nas Tabelas constantes do Apêndice C. Tanto no primeiro quanto no segundo ano, com relação ao teste F, os valores de significância indicam que as variáveis independentes exercem influência sobre a variável dependente, e o modelo como um todo é significativo.

No primeiro ano, o pressuposto da normalidade se verifica nas variáveis endividamento geral e financiamento do ativo. Entretanto, nas variáveis relativas ao desempenho empresarial e de mercado, o mesmo não ocorre. Já no segundo ano, excetuando-se a variável financiamento do ativo, a normalidade não se verifica nas demais variáveis.

Conforme os resultados do teste Pesarán-Pesarán, no primeiro ano, os resíduos não são homoscedásticos nas variáveis liquidez geral, liquidez corrente e beta. No segundo ano, os resíduos são homoscedásticos apenas na variável financiamento do ativo.

No primeiro ano, é verificada a ausência de autocorrelação serial, pois os valores do teste de DW encontram-se nos intervalos  $1,67 < d < 2,33$ , para uma variável independente e  $1,72 < d < 2,28$  para três variáveis independentes, considerados como limites para atendimento ao pressuposto. No segundo ano, excetuando-se a variável preço/VPA, verifica-se ausência de autocorrelação serial, pois os valores do teste de DW encontram-se nos intervalos  $1,67 < d < 2,33$ , para uma variável independente e  $1,70 < d < 2,30$  para duas variáveis independentes.

Como todos os valores de TOL e FIV encontram-se dentro dos limites aceitáveis e conforme já constatado por ocasião da análise das correlações, não foram obtidos valores de correlação elevados entre as variáveis independentes, supõe-se que não existe multicolinearidade nos modelos estimados.

## 5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa apresenta como objetivo principal avaliar se a adoção das práticas de governança corporativa influencia a estrutura de capital e o desempenho das empresas.

Para avaliar a governança, adotaram-se 27 variáveis. Destas, 23 foram obtidas a partir da análise de conteúdo dos relatórios de administração. Uma variável se refere à estrutura do conselho de administração (independência do conselho). A propriedade da empresa é avaliada a partir de três variáveis (percentual de ações do acionista controlador, percentual de ações do maior acionista e percentual de ações dos cinco maiores acionistas). O desempenho é considerado sob dois aspectos, variáveis atinentes à empresa e ao mercado. Na estrutura de capital, consideraram-se as variáveis referentes ao endividamento, adotando-se, ainda, o ativo da empresa, faturamento e pagamento de dividendos como variáveis de controle.

Por ocasião da identificação do período de ocorrência do efeito governança, os resultados dos testes *t* de diferença de médias e do teste de Wilcoxon mostram que, para as empresas aderidas aos níveis de governança em 2001, o período de maior variação foi a partir 2000-2003. Para as empresas aderidas no ano de 2002, o período a destacar é 2000-2004. Na maioria das variações, o período do efeito foi identificado já a partir de 2002-2003 para as empresas ingressantes em 2003. As poucas variações ocorridas nas empresas, aderidas em 2004, deram-se a partir de 2003-2004. Do mesmo modo, o reduzido número de variações apresentadas pelas empresas que ingressaram em 2005 ocorreu a partir de 2004-2005. Com um número mais expressivo de variações, o período 2005-2006 aparece como destaque para as empresas que ingressaram nos níveis em 2006. Então, pode-se dizer que, nos dois primeiros anos de adesão (2001 e 2002), o efeito governança deu-se a partir do segundo ano de ingresso no nível, enquanto que, nos demais, constatou-se o efeito já a partir do primeiro ano de ingresso.

Os mesmos testes foram utilizados para verificar as variações anuais das variáveis, agora com relação às diferenças ocorridas no primeiro ano de todas as empresas aderidas aos níveis, sem considerar o ano de ingresso, destacando-se o sexto ano como o período que mais apresentou melhoria nas variáveis.

De maneira geral, tanto para análise de diferenças por ano de ingresso, quanto para análise das variações anuais, os resultados obtidos foram semelhantes. Quanto às variáveis de desempenho da empresa, observa-se que variações positivas ocorreram principalmente para a liquidez geral e corrente, e para o Q de Tobin. Para o desempenho de mercado, os acréscimos mais significativos foram obtidos em termos de liquidez, medida pelo volume e pela liquidez em bolsa. Tais resultados sugerem que, ao ingressar nos níveis de governança corporativa, as empresas consigam melhorar sua imagem no mercado, atraindo investidores e conseqüentemente obtendo ganhos de liquidez. Já em termos de risco, observa-se que, na maioria dos casos, as alterações no beta não são significativas e, em termos de retorno, na maioria dos anos há ganhos significativos. Esses resultados foram compatíveis com os apresentados por Martins, Silva e Nardi (2006) e Carvalho (2002), que também apontaram um impacto positivo na liquidez.

Com relação à estrutura de capital, destaca-se a variável tangibilidade das operações, na maioria dos períodos. Por outro lado, parece não haver grandes alterações em termos de alavancagem e endividamento.

No que se refere às variáveis de controle, o tamanho apresenta variações positivas tanto em termos de receita líquida quanto de ativo total. Contudo, os resultados sugerem não haver alterações relevantes na política de dividendos após o ingresso nos níveis de governança, pois o *payout* não apresenta resultados significativos na maioria dos casos.

Dentre as variações apresentadas, o teste de *Mann-Whitney* proporcionou verificar se as variáveis nominais de governança, constantes do relatório de administração, influenciam em tais variações. O valor reduzido de variáveis que apresentaram variações significativas indicou que as diferenças apresentadas, provavelmente não ocorreram em conseqüência da adesão aos níveis de governança.

Na análise das associações entre as variáveis, foram considerados o primeiro e o segundo ano de adesão aos níveis, como forma de garantir um maior número de informações, pois a ampliação dos períodos implica uma proporcional diminuição dos dados. As correlações entre as variáveis de governança e as variáveis de estrutura de capital e desempenho foram verificadas através do coeficiente de correlação de Pearson. As correlações, além de terem ocorrido num reduzido número de casos, em sua maioria, são consideradas baixas. Destaca-se que tanto o índice de governança quanto a independência do conselho foram as variáveis que apresentaram menor número de correlações com as

variáveis dependentes. Tais resultados mostram, de maneira geral, que não há associação importante entre as medidas de governança e as medidas de desempenho e estrutura.

Ao testar as variáveis de governança contra as variáveis de desempenho e estrutura, verifica-se que, tanto no primeiro quanto no segundo ano de ingresso, o índice de governança não influencia nenhum desses construtos. Ou seja, numa análise geral, as práticas de governança corporativa com relação aos procedimentos adotados e publicados pela empresa, nos respectivos relatórios de administração, não alteram a liquidez, o valor, o retorno, o endividamento e a proporção dos ativos com relação à receita líquida das empresas (tangibilidade das operações).

A independência do conselho, que apresenta alguma influência com relação à tangibilidade das operações apenas no primeiro ano, indica que as empresas que possuem maior proporcionalidade de conselheiros externos na composição do conselho possuem menos ativos a serem utilizados como garantia de financiamentos.

Com referência às variáveis relativas ao percentual acionário, especialmente no primeiro ano, verifica-se que as empresas, cujo controlador é o maior acionista e cujas ações encontram-se distribuídas entre os cinco maiores acionistas, possuem maior endividamento, de certa forma contrariando Procianoy e Schnorrenberg (2002), cujo estudo apontou maior concentração acionária e menor endividamento.

Não obstante a pouca influência exercida pelas variáveis independentes na variável dependente, destaca-se que, em ambos os modelos, quando a mesma ocorreu, revelou-se fraca, não se podendo inferir que as práticas de governança corporativa afetam o desempenho e a estrutura de capital das empresas, pelo menos nos limites dessa amostra. Acrescenta-se ainda que nenhuma das variáveis de controle adotadas influíram no sentido de aprimorar a qualidade dos modelos.

Pode-se considerar como limitações da pesquisa a questão da endogenia nos estudos a respeito de governança corporativa, já relatada por ocasião da revisão da literatura. Outro ponto a considerar refere-se à definição das variáveis utilizadas no estudo. Optou-se por aquelas que melhor se aproximaram do objeto da análise, entretanto, é muito difícil uma aproximação perfeita. A respeito disso, acrescenta-se a questão da medição, outro fator que dificulta a decisão, pois em muitos casos uma única variável pode apresentar mais de uma possibilidade de medida. Além disso, há de se considerar a especificação do modelo, ou seja, a escolha das variáveis independentes, da variável dependente e de controle. Ainda, a qualidade nas informações, especialmente financeiras e econômicas, as quais, extraídas de

*site* via *internet*, podem conter alguns dados distorcidos. Estudos vindouros poderão aprimorar esta pesquisa, acrescentando outras variáveis, não só melhorando as definições daquelas já adotadas, como também utilizando novas técnicas estatísticas com aplicação do modelo de equações simultâneas ou dados em painel, contribuindo assim, para a ampliação e melhoria dos estudos que envolvem a gestão corporativa brasileira.

## 6 REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. O efeito das dimensões de governança corporativa sobre o payout das empresas não financeiras brasileiras. In: XXXII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2008.
- ANDRADE, G. R. de. Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, São Paulo, v. 3, n. 1, p. 39-53, jan./jun. 2008.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANTUNES, G. A.; COSTA, F. M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: XXXI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**. São Paulo: Atlas, 2000.
- BAYESINGER, B.; BUTLER, H. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. **Journal of law, economics and weisbach organization**. Oxford University Press, v.1, p.101-124, 1985.
- BERLE, A. J.; MEANS, G. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada: os economistas**. 1. ed. São Paulo: Abril, 1984.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**. Chicago, v. 54, p.921-963, 1999.
- BOMFIM, R. T.; NÉRIS, J. S. A produção acadêmica sobre governança corporativa no Brasil: 2003–2005. In: XVIII ENCONTRO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANGRAD), 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Cuiabá, 2007.
- BORGES, L. F. X; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.
- BOVESPA. **Folheto informativo**: Novo Mercado e níveis diferenciados de governança, 2007. Disponível em: <http://www.bovespa.org.br>. Acesso em: 14 jan. de 2008.
- BRASIL. Lei das Sociedades por Ações, Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Manuais de Legislação Atlas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 28.

\_\_\_\_\_. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2007/2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007/2010/2007/Lei/L11638.htm). Acesso em: 25 dez. de 2008.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BROWN, W.; MALONEY, M. **Exit, voice, and the role of corporate directors: evidence from acquisition performance**. Claremont Colleges, 1998.

CABRAL, A. S.; CAMARGO, L. F. T.; HOLMO, R. Z.; LOURES, P. L.; SILVA JR., A. F. A. Estudo de caso sobre o perfil das estruturas de capital e rentabilidade de indústrias brasileiras. In: XXIII ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO (ENEGERP) 2003, Ouro Preto. **Anais...** Ouro Preto: 2003.

CARLSSON, R. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul/set. 2002.

CATAPAN, A.; CATAPAN, E. A. Rentabilidade e endividamento do setor elétrico brasileiro: um enfoque sobre sustentabilidade organizacional. In: XXVI ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO (ENEGERP), 2006, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: 2006.

CHIZZOTTI, Antonio. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 2ª Edição. São Paulo: Cortez, 1995.

COFFEE, J. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. **Northwestern University Law Review**, n.93, p. 631-707, 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Folheto informativo**, 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 14 jan. 2008.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas**. Tradução de Maria Cláudia S. R. Ratto. 2. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; FILHO J. M. D. (Orgs.). **Análise multivariada**. São Paulo: Atlas, 2007.

DALFIOR, V. A. O.; OLIVEIRA, V. G. R. S.; SOUZA, C. A. Adoção de práticas de governança corporativa e análise econômico-financeira em bancos. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n° 167, Set/Out 2007.



DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus**. Revista Contemporânea de Economia e Gestão. Universidade Federal do Ceará, v.5, n.2, jul/dez 2007.

DALTON, D.; DAILY, C. The board and financial performance: bigger is better. **NACD Director's Montly**, p. 1-5, Aug. 2000.

DURAND, D. **Cost of debt and equity funds for business**: trends and problems in measurement. New York, p. 215 – 247, 1952. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>. Acesso em: 12 mai. 2008.

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of financial economics**, Simon School of Business University of Rochester, Rochester, NY, v. 48, p. 35-54, 1998.

FAMA, E.; JANSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of law and economics**. University of Chicago Press, Jun, 1983.

FILHO, L. F. C. A.; SOUZA, H. R.; CARMONA, C. M. U. A estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil e os fatores determinantes da concentração acionária In: 3º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2003. v.1.

FREITAS, H. M. R.; JANISSEK, R. **Análise léxica e análise de conteúdo**: técnicas complementares, seqüenciais e recorrentes para exploração de dados qualitativos. Porto Alegre: Sagra Luzzatto, 2000.

FÜRST, O.; KANG, S. H. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. **Working in progress**, v.2, Yale school of management, New Haven, CT, 2000.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M. Análise da Relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOYOS JÚNIOR, D. N. **Dicionário jurídico**. São Paulo: Observador legal. 2003.

GREEN, P. E. **Mathematical tools for applied multivariate analysis**. Orlando: Academic Press, 1976.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIR JÚNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5ª ed. São Paulo: Bookman, 2005.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **NBER working paper n. 8161**. Cambridge, Massachusetts, 2001.

IQUIAPAZA, A. R.; TOMAZ, W. P.; AMARAL, H. F. Governança corporativa e divulgação de relatórios financeiros anuais. In: XVIII ENCONTRO NACIONAL DOS CURSOS DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (ENANGRAD), 2007, Cuiabá. **Anais...** Cuiabá, 2007

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, p.3-27, Simon School of Business University of Rochester, Rochester, NY, 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANEZ, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1.113-1.155, dez. 1998.

MALACRITA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. In: XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: 2005.

MARION, J. C.; DIAS, R.; TRALDI, A. C. **Monografia para os cursos de administração, contabilidade e economia**. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

MESQUITA, J. M. C.; VIEIRA, M. S. Os níveis de governança corporativa da BOVESPA e a participação de empresas brasileiras. **Revista Eletrônica Logos**. Belo Horizonte, 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**. Johns Hopkins University, v. 48. n. 3, p. 261-297, June 1958.

NASCIMENTO, A. M.; BIANCHI, M.; TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: evidência de uma *survey* comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. In: XII CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 2005, Florianópolis. **Anais...** Rio de Janeiro, 2005.

NICODANO, Giovanna. Corporate groups, dual class shares and the value of voting rights, **Journal of Banking and Finance**, Southern Illinois University, 22 (9): 1117-1137, 1998.

PAVODEZE, C. L; BENEDICTO, G. C. **Análise das demonstrações financeiras**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987. Procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e auditores independentes na elaboração e publicação das demonstrações financeiras, do relatório da administração e do parecer de auditoria relativos aos exercícios sociais encerrados a partir de dezembro de 1987. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 29 set. 2008.

PARREIRAS, F. S. **Impacto da migração para os níveis de governança corporativa da BOVESPA: uma análise do risco**. 2003. Monografia (Especialização em Gestão Estratégica em Finanças) - FACE / UFMG, Belo Horizonte, 2003. Disponível em <<http://www.fernando.parreiras.nom.br/publicacoes/monografia.pdf>>. Acesso em 14 de janeiro de 2008.

PESTANA, M. H; GAGEIRO, J. N. **Análise de dados para ciências sociais**. 3. ed. Lisboa: Sílabo, 2003.

PROCIANOY, J. L; SCHNORRENBARGER, A. A Influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. In: 2º ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, (SBFIN), 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2002.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança Corporativa e Gerenciamento de resultados contábeis. In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

ROGERS, P; FILHO, C. A. P. M.; SECURATO, J. R. Governança Corporativa, Risco Operacional e Comportamento e Estrutura a Termo da Volatilidade no Mercado de Capitais Brasileiro. In: XXXII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2008.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUZA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: XXX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: 2006.

ROSS S. A.; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROSSETTI, J. P. (Org.). **Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SALMASI, S. V. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. In: XXXII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2008.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C.; LUCIO, P. **Metodologia de la Investigación**. México: McGraw-Hill, 1991.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JÚNIOR, N. **Estatística não paramétrica para ciências do comportamento**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

SILVA, W. M; MORAES, W. F. A. Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o *turnover* de executivos no Brasil. **Revista Organizações e Sociedade**, v. 13, n. 36, p. 125-143, 2006. Disponível em: <<http://www.revistaoes.ufba.br/index.php>>. Acesso em: 12 mai. 2008.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2000.165f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil? In: XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO (ENANPAD), 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: 2005.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 59, n.4, out/dez. 2005.

VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. Mercado de Capitais e Governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. In: FÓRUM BANCO DO NORDESTE DE DESENVOLVIMENTO, VII ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, 2002, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza, 2002.

WAGNER, J.; STEMPERT, L.; FUBARA, E. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. **Journal of Management Studies**. Oxford, v.35, p. 655-677, 1998.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**. Simon School of Business University of Rochester, Rochester, NY, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

ZONENSCHAIN, C. N. **Estrutura de capital das empresas no Brasil**. BNDES/PNUD, 1998. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>>. Acesso em: 12 mai. 2008.

## **7 APÊNDICES**

## Apêndice A – Estatísticas descritivas por ano de ingresso.

Tabela 1: Mínimos, máximos, média, desvio-padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2001.

Variáveis	N.	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Assimetria	Curtose
Liq geral 00	14	0,20	1,20	0,84	0,29	-0,93	0,15
Liq geral 01	14	0,40	1,07	0,85	0,25	-0,66	-1,09
Liq geral 02	14	0,38	1,07	0,82	0,26	-0,50	-1,43
Liq geral 03	14	0,38	1,13	0,87	0,25	-0,61	-0,99
Liq geral 04	14	0,49	1,22	0,94	0,23	-0,66	-0,85
Liq geral 05	14	0,65	1,26	0,97	0,20	-0,52	-1,31
Liq geral 06	14	0,53	1,45	0,96	0,26	-0,19	-0,58
Liq geral 07	14	0,44	1,32	0,92	0,26	-0,31	-1,06
Liq corren 00	14	0,39	3,60	1,24	0,78	2,40	6,84
Liq corren 01	14	0,23	1,46	1,01	0,27	-1,65	5,46
Liq corren 02	14	0,11	1,40	0,99	0,31	-1,93	4,87
Liq corren 03	14	0,26	1,75	1,17	0,37	-0,90	2,12
Liq corren 04	14	0,32	1,82	1,22	0,37	-0,76	2,10
Liq corren 05	14	0,91	2,90	1,57	0,56	1,21	1,17
Liq corren 06	14	0,80	2,56	1,66	0,51	0,10	-1,02
Liq corren 07	14	1,10	2,32	1,54	0,37	0,84	-0,26
Liq bolsa 00	14	0,00	6,11	1,16	1,76	2,09	4,40
Liq bolsa 01	14	0,00	4,14	1,09	1,34	1,26	0,60
Liq bolsa 02	14	0,00	5,09	1,25	1,56	1,50	1,70
Liq bolsa 03	14	0,00	3,77	1,10	1,19	1,08	0,33
Liq bolsa 04	14	0,00	2,66	1,08	0,98	0,47	-1,38
Liq bolsa 05	14	0,00	3,21	1,31	1,08	0,30	-1,00
Liq bolsa 06	14	0,00	3,74	1,34	1,07	0,74	0,44
Liq bolsa 07	14	0,00	3,05	1,27	0,93	0,24	-0,68
Lucroação 00	14	-32,84	3,41	-1,54	9,05	-3,68	13,69
Lucroação 01	14	-57,14	3,02	-3,25	15,54	-3,72	13,87
Lucroação 02	14	-11,31	2,01	-0,52	3,34	-2,95	9,60
Lucroação 03	14	-2,47	5,54	1,03	1,83	0,78	2,65
Lucroação 04	14	-0,39	4,93	1,59	1,69	1,08	0,10
Lucroação 05	14	0,06	4,59	1,89	1,48	0,71	-0,65
Lucroação 06	14	-0,12	4,61	1,63	1,42	0,93	-0,10
Lucroação 07	14	0,02	5,44	2,19	1,59	0,63	-0,54
Endiv ger 00	14	50,40	1656,92	627,14	525,77	0,69	-0,61
Endiv ger 01	14	91,47	1571,16	594,50	496,60	0,85	-0,53
Endiv ger 02	14	143,16	2028,67	817,15	660,10	0,73	-0,99
Endiv ger 03	14	-1392,40	1533,03	480,09	731,65	-0,91	2,55
Endiv ger 04	14	-1171,94	1547,13	440,58	684,39	-0,45	1,44
Endiv ger 05	14	129,59	1584,13	538,90	519,85	1,13	-0,13
Endiv ger 06	14	99,58	1684,83	536,19	556,89	1,21	0,14
Endiv ger 07	14	85,74	2047,48	605,42	673,15	1,25	0,31
Payout 2000	13	-87,76	76,53	22,51	39,92	-1,88	4,74
Payout 2001	14	-28,30	72,60	29,68	25,11	-0,82	1,33
Payout 2002	14	-21,96	73,89	30,15	27,27	-0,33	-0,37
Payout 2003	14	0,00	78,65	34,40	20,50	0,26	1,08
Payout 2004	14	0,00	173,44	48,78	39,54	2,64	8,58
Payout 2005	14	0,00	103,35	41,79	24,79	1,34	2,79
Payout 2006	14	0,00	80,39	39,18	21,03	-0,39	1,02
Payout 2007	13	0,00	75,59	33,52	19,10	0,06	2,02
Preço/VPA00	13	0,33	25,60	3,12	6,80	3,52	12,56
Preço/VPA01	14	0,33	7,30	1,64	1,75	2,97	9,73

Variáveis	N.	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Assimetria	Curtose
Preço/VPA02	14	0,17	8,06	1,67	1,93	3,19	11,07
Preço/VPA03	14	-11,35	2,70	0,82	3,56	-3,55	12,96
Preço/VPA04	12	-5,95	4,43	1,43	2,52	-2,50	7,86
Preço/VPA05	13	0,32	6,81	2,65	1,56	1,52	3,85
Preço/VPA06	13	0,68	5,72	2,74	1,21	0,98	2,56
Preço/VPA07	13	1,88	4,44	2,97	0,83	0,64	-0,64
Financativ 00	14	33,51	94,31	74,98	20,62	-1,17	0,38
Financativ 01	14	47,77	94,02	76,76	15,46	-0,67	-0,60
Financativ 02	14	58,88	95,30	82,07	12,06	-0,65	-0,55
Financativ 03	14	56,35	107,74	80,71	14,71	-0,07	-0,42
Financativ 04	14	48,80	109,33	77,24	17,48	0,14	-0,89
Financativ 05	14	56,44	94,06	74,57	13,91	0,37	-1,63
Financativ 06	14	49,90	94,40	72,71	15,56	0,32	-1,54
Financativ 07	14	46,16	95,34	71,90	17,90	0,08	-1,59
Endiv cp 00	10	10,52	70,60	38,76	19,21	0,08	-0,97
Endiv cp 01	10	13,95	62,72	39,64	15,88	-0,47	-0,45
Endiv cp 02	10	22,16	100,00	50,63	26,18	0,66	-0,55
Endiv cp 03	10	14,28	100,00	47,18	22,76	1,25	3,07
Endiv cp 04	10	16,60	100,00	47,46	24,91	0,96	0,83
Endiv cp 05	10	10,09	47,04	30,71	13,82	-0,14	-1,77
Endiv cp 06	10	0,95	57,52	25,29	17,09	0,48	0,03
Endiv cp 07	10	2,19	53,59	25,45	17,33	0,52	-1,04
Financimob00	11	0,00	217,53	48,05	81,23	1,80	1,75
Financimob01	11	0,07	147,76	36,49	48,60	1,71	2,02
Financimob02	11	0,07	266,89	57,61	89,73	1,94	2,62
Financimob03	11	-132,73	121,36	10,36	58,25	-0,95	4,94
Financimob04	11	-66,27	62,05	7,92	29,98	-1,11	4,68
Financimob05	11	1,28	47,31	15,23	13,45	1,35	2,38
Financimob06	11	0,94	45,82	17,19	14,94	0,81	-0,24
Financimob07	11	2,26	66,83	19,36	22,01	1,47	1,01
Tang oper 00	11	0,18	2,70	0,93	0,74	1,43	2,45
Tang oper 01	11	0,20	1,66	0,77	0,50	0,65	-0,70
Tang oper 02	11	0,19	1,70	0,73	0,52	0,88	-0,20
Tang oper 03	11	0,17	1,42	0,58	0,44	1,08	0,19
Tang oper 04	11	0,14	1,28	0,51	0,40	1,05	0,03
Tang oper 05	11	0,14	1,46	0,53	0,43	1,30	0,95
Tang oper 06	11	0,12	1,45	0,60	0,46	0,98	-0,52
Tang oper 07	11	0,10	2,46	0,69	0,70	1,90	3,59
Beta 2000	13	0,58	1,52	1,02	0,25	0,34	0,42
Beta 2001	14	0,34	1,53	0,78	0,39	0,72	-0,65
Beta 2002	13	0,02	2,84	0,98	0,76	1,01	1,96
Beta 2003	14	-0,26	2,17	0,62	0,65	1,25	1,64
Beta 2004	14	-0,25	1,62	0,73	0,47	-0,26	0,72
Beta 2005	14	-0,19	1,81	0,91	0,52	-0,33	0,21
Beta 2006	14	-1,14	1,33	0,64	0,70	-1,40	1,89
Beta 2007	13	0,47	1,42	1,01	0,30	-0,45	-1,04
Alavancfin 00	11	-0,37	47,07	8,78	15,15	2,03	3,74
Alavancfin 01	11	-1,03	39,91	6,84	12,17	2,38	5,99
Alavancfin 02	11	-2,47	143,66	16,47	42,63	3,20	10,39
Alavancfin 03	11	-65,19	16,33	-3,17	21,16	-2,96	9,50
Alavancfin 04	11	-3,18	16,47	2,82	4,88	2,42	7,52
Alavancfin 05	11	-3,00	16,84	3,29	4,89	2,31	7,15
Alavancfin 06	11	-5,46	17,85	2,67	5,66	1,94	6,15
Alavancfin 07	11	-4,43	21,47	3,85	6,56	2,13	5,91
Alavoperac00	10	-40,51	7,63	-2,19	14,14	-2,65	7,53
Alavoperac01	10	-1,54	13,15	2,92	3,89	2,29	6,48
Alavoperac02	10	-1,03	12,24	3,78	3,92	1,29	1,49

Variáveis	N.	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Assimetria	Curtose
Alavoperac03	11	-13,64	77,19	17,76	24,74	1,41	2,60
Alavoperac04	10	-8,17	4,72	1,24	3,49	-2,54	7,46
Alavoperac05	10	-3,45	4,50	1,64	2,06	-1,69	4,74
Alavoperac06	11	-3,47	67,34	21,14	20,64	1,20	1,37
Alavoperac07	10	-2,24	4,92	1,96	1,92	-0,83	2,14
Retorno 2000	12	-0,41	0,40	-0,09	0,27	0,60	-1,00
Retorno 2001	13	-0,63	0,43	-0,03	0,29	-0,48	0,08
Retorno 2002	14	-0,44	21,51	1,71	5,72	3,70	13,75
Retorno 2003	14	0,05	1,86	0,80	0,47	0,58	0,82
Retorno 2004	14	-0,36	1,51	0,37	0,44	1,36	3,23
Retorno 2005	14	-0,30	1,40	0,41	0,45	0,77	0,74
Retorno 2006	13	0,10	0,83	0,40	0,21	0,89	0,61
Retorno 2007	13	-0,18	2,19	0,43	0,60	2,37	6,78
ROE 2000	14	-1,60	0,28	0,00	0,47	-3,53	12,89
ROE 2001	14	-2,24	0,32	-0,03	0,65	-3,54	12,92
ROE 2002	14	-10,64	0,26	-0,69	2,87	-3,72	13,88
ROE 2003	14	-0,12	1,65	0,29	0,41	3,10	10,86
ROE 2004	14	0,00	0,49	0,23	0,13	0,65	0,92
ROE 2005	14	0,04	0,35	0,25	0,09	-0,92	0,79
ROE 2006	14	-0,09	0,35	0,17	0,11	-0,85	1,53
ROE 2007	14	0,02	0,29	0,21	0,09	-1,18	0,01
ROA 2000	14	-0,15	0,13	0,02	0,06	-1,31	4,33
ROA 2001	14	-0,28	0,12	0,01	0,11	-1,94	4,21
ROA 2002	14	-0,47	0,07	-0,02	0,14	-3,06	10,15
ROA 2003	14	-0,08	0,16	0,05	0,06	-0,25	0,70
ROA 2004	14	-0,07	0,27	0,08	0,09	0,77	0,46
ROA 2005	14	0,01	0,18	0,08	0,06	0,59	-0,90
ROA 2006	14	-0,04	0,18	0,06	0,06	0,62	-0,07
ROA 2007	14	0,03	0,19	0,08	0,06	1,13	0,07
Marg líq 2000	14	-41,15	27,40	6,08	15,69	-2,13	6,75
Marg líq 2001	14	-61,07	24,17	4,06	20,47	-2,74	8,89
Marg líq 2002	14	-97,80	22,89	-2,91	29,48	-2,88	9,44
Marg líq 2003	14	-21,55	29,15	8,63	12,62	-0,71	1,53
Marg líq 2004	14	-3,26	23,21	11,37	8,08	-0,13	-0,73
Marg líq 2005	14	1,06	25,88	14,00	7,35	0,02	-0,82
Marg líq 2006	14	-2,67	35,73	12,25	9,50	0,92	1,87
Marg líq 2007	14	0,36	29,58	16,17	9,75	-0,12	-1,45
Ebitida 2000	11	-0,03	0,16	0,05	0,06	0,49	-0,16
Ebitida 2001	11	-0,04	0,19	0,09	0,06	-0,38	0,32
Ebitida 2002	11	-0,04	0,19	0,06	0,06	0,74	1,99
Ebitida 2003	11	-0,02	0,19	0,10	0,05	-0,50	1,90
Ebitida 2004	11	-0,01	0,30	0,13	0,09	0,57	0,11
Ebitida 2005	11	-0,02	0,20	0,11	0,06	-0,65	0,90
Ebitida 2006	11	-0,02	0,18	0,09	0,06	-0,09	-0,49
Ebitida 2007	11	-0,02	0,20	0,10	0,06	0,05	0,43
QdeTobin 00	10	-0,19	3,24	0,76	0,91	2,60	7,85
QdeTobin 01	11	-0,13	1,49	0,59	0,44	0,15	1,28
QdeTobin 02	11	-0,18	1,06	0,52	0,40	-0,86	0,19
QdeTobin 03	11	-0,18	1,42	0,68	0,50	-0,54	-0,29
QdeTobin 04	9	-0,14	1,45	0,87	0,49	-1,07	1,28
QdeTobin 05	10	-0,11	2,03	0,93	0,55	0,11	2,12
QdeTobin 06	10	-0,10	2,35	1,06	0,62	0,27	2,43
QdeTobin 07	10	-0,18	2,20	1,19	0,62	-0,76	2,43
Volatilid 00	10	36,61	66,90	49,53	9,25	0,96	0,55
Volatilid 01	11	36,38	72,36	48,48	10,78	1,10	0,98
Volatilid 02	11	30,00	110,61	49,42	22,01	2,50	6,98
Volatilid 03	11	29,19	77,46	37,43	13,83	2,86	8,80
Volatilid 04	11	26,58	62,74	37,20	10,24	1,75	3,37



Variáveis	N.	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Assimetria	Curtose
Volatilid 05	11	26,23	55,18	35,90	7,73	1,52	3,58
Volatilid 06	13	32,50	70,88	39,50	11,03	2,31	5,46
Volatilid 07	13	32,35	55,76	38,72	6,48	1,64	3,05
Volume 2000	14	1373,00	14351993,00	2901152,21	4149572,62	1,95	3,78
Volume 2001	14	619,00	7483718,00	2103206,36	2568563,07	1,07	-0,32
Volume 2002	14	134,00	8892328,00	2196365,64	2938012,62	1,55	1,36
Volume 2003	14	899,00	7778000,00	2313494,71	2711121,09	1,16	-0,02
Volume 2004	14	353,00	9087546,00	3404037,14	3444108,16	0,73	-1,15
Volume 2005	14	660,00	16004077,00	5570216,86	5304707,60	0,88	0,07
Volume 2006	14	0,00	23268836,00	7587918,71	6596555,31	1,01	1,13
Volume 2007	14	0,00	35034036,00	12833434,43	10424250,56	0,56	-0,13
Turnover2000	13	0,00	1,48	0,38	0,41	1,88	3,97
Turnover2001	14	0,00	1,57	0,33	0,40	2,60	8,12
Turnover2002	14	0,00	1,80	0,37	0,47	2,46	7,03
Turnover2003	14	0,00	0,97	0,23	0,26	2,02	4,58
Turnover2004	12	0,02	2,38	0,45	0,63	3,00	9,64
Turnover2005	13	0,00	1,45	0,42	0,38	1,73	3,99
Turnover2006	13	0,17	1,26	0,50	0,33	1,18	1,07
Turnover2007	13	0,12	1,92	0,65	0,46	1,88	4,83
%açmaiac 00	14	12,00	98,00	59,64	28,90	-0,39	-0,89
%açmaiac 01	14	12,00	98,00	56,14	28,21	-0,21	-1,15
%açmaiac 02	14	12,00	98,00	59,00	30,45	-0,26	-1,38
%açmaiac 03	14	12,00	98,00	59,43	31,38	-0,28	-1,57
%açmaiac 04	14	12,00	98,00	59,21	30,80	-0,27	-1,46
%açmaiac 05	14	12,00	98,00	62,64	29,29	-0,33	-1,23
%açmaiac 06	14	12,00	100,00	62,21	30,06	-0,38	-1,11
%açmaiac 07	14	12,00	100,00	63,00	30,99	-0,31	-1,23
%aç5maiac00	14	28,00	100,00	79,07	22,47	-1,34	1,15
%aç5maiac01	14	28,00	100,00	78,79	22,46	-1,56	1,75
%aç5maiac02	14	28,00	100,00	78,57	22,76	-1,48	1,41
%aç5maiac03	14	28,00	100,00	79,50	22,92	-1,50	1,46
%aç5maiac04	14	34,00	100,00	79,21	21,44	-1,34	1,16
%aç5maiac05	14	48,00	100,00	83,36	14,84	-0,89	0,90
%aç5maiac06	14	38,00	100,00	81,57	18,83	-1,27	1,17
%aç5maiac07	14	40,00	100,00	81,07	19,26	-1,02	0,14
Reclíquida 00	11	711424,00	11065587,00	4500102,45	3599089,74	0,75	-0,87
Reclíquida 01	11	672800,00	9522642,00	4506081,73	3090961,86	0,44	-1,10
Reclíquida 02	11	663334,00	12455421,00	4754519,45	3624521,02	1,01	0,60
Reclíquida 03	11	716327,00	16626285,00	5705463,36	4576020,32	1,38	2,43
Reclíquida 04	11	727998,00	22653905,00	6553443,18	6175400,80	1,96	4,65
Reclíquida 05	11	871715,00	23237366,00	6986958,36	6394690,96	1,80	3,88
Reclíquida 06	11	717745,00	24937778,00	7433242,36	6930144,85	1,79	3,71
Reclíquida 07	11	752148,00	31078120,00	8435824,00	8530516,27	2,11	5,21
Ativotot 2000	14	803742,00	156288503,00	44527154,64	54861567,57	0,97	-0,65
Ativotot 2001	14	725620,00	168461827,00	47217582,36	58752498,64	1,02	-0,48
Ativotot 2002	14	750302,00	194101491,00	55744529,86	69790249,29	0,98	-0,69
Ativotot 2003	14	714278,00	219036359,00	54300672,57	72084301,76	1,28	0,48
Ativotot 2004	14	674862,00	213769996,00	55258619,29	72103940,46	1,18	0,09
Ativotot 2005	14	753995,00	228245279,00	60215247,07	77934452,15	1,15	-0,06
Ativotot 2006	14	709948,00	281593173,00	74480146,86	99513103,73	1,21	-0,05
Ativotot 2007	14	659826,00	346362227,00	97423364,14	129605624,89	1,11	-0,42

Tabela 2: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2002.

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Liq geral 01	9	0,11	1,10	0,61	0,35	0,26	-1,21
Liq geral 02	9	0,29	1,24	0,65	0,34	0,93	-0,20
Liq geral 03	9	0,27	1,28	0,73	0,36	0,18	-1,14
Liq geral 04	9	0,31	1,41	0,82	0,38	0,34	-1,11
Liq geral 05	9	0,37	1,34	0,83	0,36	0,30	-1,35
Liq geral 06	9	0,41	1,39	0,83	0,29	0,45	0,62
Liq geral 07	9	0,46	1,23	0,80	0,25	0,21	-0,42
Liq corren 01	9	0,22	2,30	0,98	0,60	1,29	2,47
Liq corren 02	9	0,50	2,10	1,23	0,55	-0,01	-0,99
Liq corren 03	9	0,49	2,02	1,23	0,47	0,01	-0,19
Liq corren 04	9	0,59	3,03	1,70	0,77	0,42	-0,42
Liq corren 05	9	0,98	2,20	1,56	0,53	0,09	-2,28
Liq corren 06	9	0,91	2,93	1,76	0,72	0,87	-0,53
Liq corren 07	9	0,91	2,71	1,68	0,59	0,99	0,18
Liq bolsa 01	9	0,00	2,78	0,83	1,01	1,47	0,75
Liq bolsa 02	9	0,03	2,26	0,80	0,84	1,10	-0,23
Liq bolsa 03	9	0,13	2,17	0,82	0,70	1,11	0,18
Liq bolsa 04	9	0,13	1,91	0,79	0,54	1,07	1,27
Liq bolsa 05	9	0,10	1,82	0,71	0,47	1,70	4,45
Liq bolsa 06	9	0,12	1,00	0,60	0,28	-0,13	-0,35
Liq bolsa 07	9	0,13	0,78	0,47	0,23	-0,14	-1,16
Lucroação 01	9	-0,71	1,80	0,67	0,75	-0,32	0,22
Lucroação 02	9	-10,24	1,71	-1,13	3,80	-2,11	4,56
Lucroação 03	9	-0,06	5,42	1,76	1,93	1,34	0,49
Lucroação 04	9	0,44	6,02	1,74	1,82	1,93	3,84
Lucoação 05	9	-0,61	5,88	1,79	2,20	0,90	-0,33
Lucroação 06	9	0,55	5,87	1,81	1,79	1,89	3,06
Lucoação 07	9	0,60	9,11	2,97	2,93	1,39	1,12
Endiv ger 01	9	-2685,78	296,89	-165,24	948,71	-2,96	8,81
Endiv ger 02	9	26,74	355,33	202,06	111,96	0,11	-1,05
Endiv ger 03	9	27,40	284,17	163,41	78,44	-0,05	0,01
Endiv ger 04	9	25,35	238,52	150,98	62,48	-0,84	1,11
Endiv ger 05	9	29,99	246,98	152,60	68,02	-0,37	-0,25
Endiv ger 06	9	39,29	237,16	146,66	59,97	-0,38	-0,04
Endiv ger 07	9	31,18	245,40	156,52	72,24	-0,59	-0,74
Payout 2001	9	0,00	226,54	73,60	67,75	1,41	3,16
Payout 2002	9	-24,78	2042,30	253,03	672,31	2,98	8,90
Payout 2003	9	-973,24	212,20	-51,68	350,50	-2,83	8,33
Payout 2004	9	21,50	173,21	67,20	58,84	1,35	0,21
Payout 2005	9	-3635,59	71,89	-390,92	1219,69	-2,97	8,88
Payout 2006	9	23,75	124,24	63,66	34,27	0,72	-0,79
Payout 2007	9	28,50	143,62	68,31	37,31	0,97	0,73
Preçoação 01	7	0,29	1,66	0,92	0,47	0,19	-0,56
Preçoação 02	8	0,25	3,17	1,15	0,91	1,78	4,09
Preçoação 03	8	0,60	3,99	1,80	1,26	1,04	-0,23
Preçoação 04	8	0,56	5,45	2,01	1,63	1,52	2,40
Preçoação 05	8	0,53	5,43	1,82	1,55	2,22	5,37
Preçoação 06	9	0,93	7,42	2,25	2,05	2,43	6,33
Preçoação 07	9	0,96	6,85	2,38	1,78	2,40	6,39
Financativ 01	9	19,35	103,87	60,57	22,82	0,17	1,83
Financativ 02	9	21,10	78,04	61,62	17,59	-1,65	3,46
Financativ 03	9	21,50	73,97	58,19	15,65	-1,77	4,00
Financativ 04	9	20,22	70,46	56,98	15,07	-2,14	5,18
Financativ 05	9	23,07	71,18	57,09	14,64	-1,73	3,66

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Financativ 06	9	28,21	70,34	56,80	12,78	-1,53	2,66
Financativ 07	9	23,77	71,05	57,30	15,42	-1,48	1,88
Endiv cp 01	9	8,49	62,21	27,02	17,91	0,99	0,30
Endiv cp 02	9	0,00	55,03	25,26	18,24	0,73	-0,19
Endiv cp 03	9	13,72	74,98	37,23	17,38	1,18	2,40
Endiv cp 04	9	10,02	76,18	30,59	21,07	1,65	2,09
Endiv cp 05	9	11,39	94,18	33,82	24,13	2,31	6,19
Endiv cp 06	9	8,72	43,41	21,57	12,85	1,09	-0,03
Endiv cp 07	9	5,93	46,88	17,26	12,33	2,05	4,65
Financimob01	9	0,00	7,24	1,97	2,73	1,52	0,76
Financimob02	9	0,00	14,32	2,91	4,75	2,14	4,53
Financimob03	9	0,01	31,00	6,17	10,03	2,32	5,65
Financimob04	9	0,06	21,05	5,43	7,08	1,49	2,15
Financimob05	9	0,00	8,49	2,91	3,76	0,87	-1,57
Financimob06	9	0,00	6,25	1,94	2,41	1,15	-0,22
Financimob07	9	0,00	5,54	2,69	2,11	-0,25	-1,56
Tang oper 01	9	0,12	8,19	2,90	2,38	1,39	2,67
Tang oper 02	9	0,11	4,73	1,85	1,45	1,17	0,93
Tang oper 03	9	0,13	4,09	1,58	1,33	1,16	0,39
Tang oper 04	9	0,11	3,19	1,38	1,11	0,97	-0,26
Tang oper 05	9	0,10	3,01	1,30	1,03	0,87	-0,55
Tang oper 06	9	0,10	2,93	1,21	0,96	0,91	-0,25
Tang oper 07	9	0,11	3,10	1,28	0,99	0,75	-0,34
Beta 2001	8	0,23	1,27	0,87	0,41	-0,71	-1,41
Beta 2002	9	-0,21	0,82	0,53	0,29	-2,43	6,90
Beta 2003	9	-0,74	1,81	0,65	0,75	-0,43	0,47
Beta 2004	9	0,50	1,24	0,90	0,26	-0,17	-1,01
Beta 2005	9	0,47	0,94	0,77	0,18	-0,85	-1,31
Beta 2006	9	0,01	2,04	0,78	0,72	0,92	-0,29
Beta 2007	9	-0,12	1,59	0,63	0,58	0,36	-0,68
Alavancfin 01	9	0,33	9,57	2,29	2,80	2,73	7,83
Alavancfin 02	9	-1,58	12,91	1,44	4,42	2,70	7,71
Alavancfin 03	9	-0,05	4,24	1,87	1,44	0,44	-0,65
Alavancfin 04	9	0,57	3,46	1,70	0,94	0,75	-0,08
Alavancfin 05	9	-1,01	5,09	1,71	1,77	0,43	0,86
Alavancfin 06	9	1,16	3,98	2,41	1,17	0,36	-1,89
Alavancfin 07	9	1,11	6,56	2,66	1,93	1,55	1,13
Alavoperac01	7	1,23	2,57	1,88	0,57	0,14	-2,20
Alavoperac02	7	1,21	2,17	1,74	0,37	-0,20	-1,66
Alavoperac03	9	1,78	45,76	16,14	14,28	1,22	1,06
Alavoperac04	7	1,21	2,77	1,94	0,69	0,30	-2,33
Alavoperac05	7	1,22	5,38	2,72	1,83	0,99	-1,11
Alavoperac06	9	1,41	30,87	14,35	10,79	0,20	-1,56
Alavoperac07	7	1,22	2,55	1,91	0,57	-0,06	-2,16
Retorno 2001	8	-0,32	0,34	-0,09	0,27	1,14	-0,51
Retorno 2002	8	-0,34	0,36	0,04	0,24	-0,53	-0,65
Retorno 2003	9	0,12	2,43	0,93	0,92	0,97	-0,72
Retorno 2004	9	-0,17	1,08	0,19	0,39	1,63	3,09
Retorno 2005	9	-0,20	0,80	0,09	0,33	1,47	2,00
Retorno 2006	9	0,09	1,05	0,43	0,35	0,86	-0,58
Retorno 2007	9	-0,09	0,68	0,23	0,24	0,42	0,07
ROE 2001	9	0,02	0,96	0,16	0,30	2,84	8,25
ROE 2002	9	-0,46	0,16	-0,07	0,20	-1,00	0,54
ROE 2003	9	0,00	0,55	0,20	0,18	0,89	0,73
ROE 2004	9	0,04	0,31	0,16	0,10	0,02	-1,69
ROE 2005	9	-0,06	0,36	0,15	0,13	-0,01	-0,19
ROE 2006	9	0,03	0,35	0,16	0,10	0,51	-0,26
ROE 2007	9	0,11	0,36	0,20	0,08	0,87	1,37

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
ROA 2001	9	-0,05	0,07	0,02	0,03	-0,94	2,05
ROA 2002	9	-0,15	0,09	-0,02	0,08	-0,24	-0,51
ROA 2003	9	0,01	0,18	0,07	0,05	0,92	0,58
ROA 2004	9	0,01	0,14	0,08	0,05	-0,18	-1,29
ROA 2005	9	-0,07	0,23	0,07	0,09	-0,04	0,99
ROA 2006	9	0,01	0,17	0,07	0,05	0,39	-0,47
ROA 2007	9	0,05	0,21	0,10	0,05	1,23	1,10
Marg líq 2001	9	-14,41	16,84	5,60	9,09	-1,18	2,75
Marg líq 2002	9	-17,27	23,33	-1,47	13,18	0,53	0,00
Marg líq 2003	9	-0,32	33,70	15,59	12,33	0,12	-1,58
Marg líq 2004	9	2,78	31,77	14,24	11,21	0,74	-0,83
Marg líq 2005	9	-3,00	38,85	15,19	15,09	0,49	-1,17
Marg líq 2006	9	4,20	29,81	13,11	9,38	0,92	-0,52
Marg líq 2007	9	6,07	65,04	20,79	18,50	1,96	4,51
Ebitida 2001	9	0,01	0,14	0,07	0,04	0,49	0,75
Ebitida 2002	9	-0,07	0,18	0,09	0,07	-1,13	1,70
Ebitida 2003	9	0,05	0,19	0,11	0,05	0,52	-1,08
Ebitida 2004	9	0,06	0,19	0,12	0,05	0,32	-1,93
Ebitida 2005	9	0,04	0,23	0,11	0,07	0,75	-0,20
Ebitida 2006	9	0,01	0,22	0,11	0,07	0,62	-0,21
Ebitida 2007	9	0,06	0,27	0,13	0,06	1,73	3,25
QdeTobin 01	7	0,20	1,18	0,72	0,29	-0,39	2,48
QdeTobin 02	8	0,14	1,66	0,79	0,42	1,00	3,36
QdeTobin 03	8	0,42	1,84	0,98	0,46	1,03	0,45
QdeTobin 04	8	0,37	2,26	1,04	0,64	1,06	0,34
QdeTobin 05	8	0,52	2,52	1,01	0,68	1,97	3,83
QdeTobin 06	9	0,38	3,35	1,15	0,93	1,98	4,16
QdeTobin 07	9	0,34	2,92	1,17	0,75	1,77	3,78
Volatilid 01	8	36,47	60,87	50,84	7,07	-1,02	2,38
Volatilid 02	8	33,10	55,14	44,94	6,42	-0,34	1,36
Volatilid 03	9	26,06	43,13	35,92	5,52	-0,44	-0,40
Volatilid 04	9	29,55	45,46	37,67	5,73	-0,26	-1,16
Volatilid 05	9	27,90	48,41	37,07	7,39	0,12	-1,33
Volatilid 06	9	28,35	45,74	37,23	5,32	-0,22	0,09
Volatilid 07	9	30,40	41,53	37,67	3,54	-1,19	1,12
Volume 2001	9	0,00	5951801,00	1517773,78	2147358,89	1,64	1,41
Volume 2002	9	134158,00	4493138,00	1332073,11	1617190,34	1,37	0,60
Volume 2003	9	258491,00	4681394,00	1604660,56	1612944,72	1,26	0,32
Volume 2004	9	317851,00	5034474,00	1994554,11	1485395,76	1,13	1,13
Volume 2005	9	278505,00	4823481,00	2110315,33	1272190,83	0,94	2,32
Volume 2006	9	454803,00	4529391,00	2428501,67	1231630,11	0,14	-0,13
Volume 2007	9	869928,00	7247489,00	3661953,56	2014007,43	0,39	-0,33
Turnover2001	8	0,15	0,83	0,36	0,25	1,08	0,22
Turnover2002	9	0,12	0,93	0,35	0,26	1,51	2,55
Turnover2003	9	0,09	1,02	0,36	0,29	1,68	3,59
Turnover2004	9	0,17	1,96	0,50	0,56	2,66	7,46
Turnover2005	9	0,21	1,84	0,54	0,52	2,42	6,10
Turnover2006	9	0,22	1,40	0,46	0,36	2,66	7,37
Turnover2007	9	0,39	0,98	0,52	0,19	2,18	4,97
%açmaiac 01	9	20,00	99,00	52,44	26,72	0,56	-0,44
%açmaiac 02	9	17,00	98,00	49,78	25,02	0,64	0,49
%açmaiac 03	9	17,00	97,00	49,44	24,75	0,64	0,46
%açmaiac 04	9	18,00	99,00	47,33	23,67	1,15	2,47
%açmaiac 05	9	18,00	99,00	48,67	23,61	1,03	2,03
%açmaiac 06	9	18,00	99,00	51,78	27,04	0,76	-0,17
%açmaiac 07	9	18,00	99,00	53,11	26,05	0,74	0,10
%aç5maiac01	9	58,00	99,00	84,89	12,69	-1,16	1,60
%aç5maiac02	9	59,00	98,00	82,33	13,35	-0,28	-0,66

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
%aç5maiac03	9	57,00	97,00	81,67	13,86	-0,35	-0,56
%aç5maiac04	9	50,00	99,00	78,44	18,03	-0,35	-1,27
%aç5maiac05	9	50,00	99,00	79,22	17,76	-0,49	-1,05
%aç5maiac06	9	50,00	99,00	80,33	19,08	-0,43	-1,45
%aç5maiac07	9	50,00	99,00	80,44	18,30	-0,62	-1,07
Reclíquida 01	9	644680,00	9421497,00	3680954,22	3508814,58	1,15	-0,40
Reclíquida 02	9	979808,00	9613582,00	4185485,00	3320391,40	1,08	-0,29
Reclíquida 03	9	1053021,00	9845190,00	4338197,78	3383151,70	1,03	-0,29
Reclíquida 04	9	1269251,00	10478728,00	4556930,00	3558774,93	1,18	-0,05
Reclíquida 05	9	1318192,00	11089104,00	4755638,56	3780141,08	1,24	0,01
Reclíquida 06	9	1402948,00	10918843,00	4852006,44	3683481,33	1,13	-0,21
Reclíquida 07	9	1335377,00	11226371,00	4928756,67	3807515,30	1,17	-0,18
Ativotot 2001	9	1288870,00	24352121,00	11129495,33	8949113,89	0,72	-1,55
Ativotot 2002	9	1436997,00	22203400,00	10383209,00	8691610,31	0,68	-1,69
Ativotot 2003	9	1349302,00	20561415,00	9773813,22	8010547,58	0,58	-1,78
Ativotot 2004	9	1370294,00	21642007,00	10013681,56	8157461,89	0,59	-1,74
Ativotot 2005	9	1422042,00	19909153,00	9661275,89	7462166,52	0,54	-1,78
Ativotot 2006	9	1526527,00	19087614,00	9605077,44	6952399,50	0,50	-1,69
Ativotot 2007	9	2077730,00	18946612,00	9620823,44	6379735,62	0,47	-1,58

Tabela 3: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2003.

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose
Liq geral 02	9	0,44	1,87	1,00	0,45	0,83	0,27
Liq geral 03	9	0,48	1,64	0,98	0,41	0,56	-0,93
Liq geral 04	9	0,61	1,60	1,05	0,34	0,35	-0,93
Liq geral 05	9	0,63	1,78	1,17	0,45	0,33	-1,56
Liq geral 06	9	0,43	3,56	1,39	0,99	1,62	2,37
Liq geral 07	9	0,37	2,09	1,10	0,56	0,63	-0,41
Liq corren 02	9	0,67	1,91	1,36	0,41	-0,19	-0,57
Liq corren 03	9	0,91	2,44	1,46	0,49	1,26	0,99
Liq corren 04	9	1,07	2,64	1,58	0,48	1,47	2,69
Liq corren 05	9	1,08	3,14	2,06	0,68	0,27	-0,71
Liq corren 06	9	1,08	3,87	2,17	1,06	0,85	-0,77
Liq corren 07	9	1,03	3,23	1,79	0,78	0,73	-0,47
Liq bolsa 02	9	0,00	2,54	0,40	0,81	2,85	8,31
Liq bolsa 03	9	0,00	2,78	0,49	0,89	2,69	7,61
Liq bolsa 04	9	0,00	3,74	0,74	1,22	2,28	5,41
Liq bolsa 05	9	0,00	6,69	1,21	2,20	2,39	5,85
Liq bolsa 06	9	0,00	7,39	1,26	2,35	2,76	7,88
Liq bolsa 07	9	0,00	9,34	1,34	3,02	2,94	8,73
Lucroação 02	9	-4,87	4,78	0,96	2,80	-0,90	1,64
Lucroação 03	9	-0,08	5,36	1,97	1,94	0,80	-0,86
Lucroação 04	9	0,05	8,95	3,48	3,33	0,84	-0,90
Lucroação 05	9	0,23	9,88	3,75	3,71	0,85	-1,26
Lucroação 06	9	-5,89	7,75	1,58	4,17	0,06	0,63
Lucroação 07	9	-1,39	10,07	3,11	3,63	0,89	0,19
Endiv ger 02	9	103,79	823,94	276,33	271,01	1,68	1,26
Endiv ger 03	9	83,76	629,11	239,95	202,52	1,59	0,87
Endiv ger 04	9	88,18	534,64	206,73	135,53	2,05	4,93
Endiv ger 05	9	73,76	469,06	174,69	122,62	2,03	4,63
Endiv ger 06	9	38,04	470,40	184,81	135,81	1,12	1,48
Endiv ger 07	9	51,99	567,16	187,67	156,59	2,11	4,92
Payout 2002	9	-3,56	74,39	33,75	26,73	0,01	-1,11
Payout 2003	9	0,00	289,89	59,59	88,91	2,68	7,60
Payout 2004	9	24,08	129,20	48,33	33,23	2,17	5,04
Payout 2005	9	23,77	74,73	37,18	17,35	1,48	1,83
Payout 2006	9	-4,50	82,14	34,44	25,53	0,72	0,75
Payout 2007	8	-1,41	55,32	27,91	16,15	-0,14	1,76
Preçoação 02	8	0,12	2,94	0,94	0,96	1,53	2,03
Preçoação 03	9	0,27	3,78	1,44	1,11	1,20	1,39
Preçoação 04	9	0,56	4,07	1,82	1,17	0,77	0,08
Preçoação 05	9	0,43	4,01	1,94	1,17	0,72	-0,03
Preçoação 06	9	0,41	3,34	1,85	0,99	0,08	-0,89
Preçoação 07	9	0,73	4,30	2,18	1,08	0,72	0,76
Financativ 02	9	50,93	89,18	64,91	13,60	1,34	0,42
Financativ 03	9	45,58	86,28	63,80	13,30	0,94	0,27
Financativ 04	9	46,86	84,24	63,18	11,71	0,25	0,10
Financativ 05	9	42,45	82,43	58,84	12,94	0,45	-0,10
Financativ 06	9	27,56	82,47	57,60	19,15	-0,67	-0,53
Financativ 07	9	34,21	85,01	58,67	15,12	0,22	0,09
Endiv cp 02	9	29,67	63,34	51,97	11,88	-1,12	0,21
Endiv cp 03	9	31,03	91,52	54,23	19,02	0,83	0,62
Endiv cp 04	9	25,16	81,71	48,15	18,45	0,60	-0,33
Endiv cp 05	9	16,87	86,74	33,66	21,86	2,14	4,96
Endiv cp 06	9	7,37	70,56	33,67	20,35	0,43	-0,21
Endiv cp 07	9	9,39	63,76	30,90	17,40	0,68	0,03

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Financimob02	9	0,04	202,59	34,11	65,91	2,59	6,95
Financimob03	9	-0,94	93,96	17,62	30,14	2,48	6,58
Financimob04	9	0,00	15,58	4,50	5,65	1,24	0,40
Financimob05	9	0,00	11,70	3,36	4,19	1,22	0,45
Financimob06	9	0,00	17,42	4,65	5,61	1,67	3,01
Financimob07	9	0,00	106,90	19,61	34,99	2,39	5,93
Tang oper 02	9	0,01	1,07	0,50	0,34	0,22	-0,51
Tang oper 03	9	0,01	1,09	0,44	0,30	1,09	2,73
Tang oper 04	9	0,00	0,90	0,37	0,24	1,11	3,51
Tang oper 05	9	0,00	0,99	0,38	0,28	1,11	2,17
Tang oper 06	9	0,01	1,71	0,49	0,50	2,18	5,54
Tang oper 07	9	0,00	1,42	0,43	0,41	1,89	4,54
Beta 2002	9	-0,05	0,79	0,46	0,27	-0,51	-0,23
Beta 2003	9	-0,46	3,19	0,80	1,12	1,39	1,73
Beta 2004	9	0,05	2,02	0,92	0,71	0,33	-0,96
Beta 2005	9	0,11	1,40	0,80	0,49	-0,43	-1,55
Beta 2006	9	0,15	0,95	0,65	0,33	-0,53	-1,79
Beta 2007	9	-0,59	2,25	0,65	0,81	0,59	1,24
Alavancfin 02	9	-4,99	2,67	0,34	2,38	-1,61	2,67
Alavancfin 03	9	0,68	3,50	1,99	0,90	0,58	-0,19
Alavancfin 04	9	1,18	5,75	2,15	1,47	2,26	5,40
Alavancfin 05	9	1,02	5,89	2,08	1,46	2,76	8,00
Alavancfin 06	9	-5,64	7,97	1,40	3,48	-0,24	3,33
Alavancfin 07	9	-4,97	8,43	2,37	3,57	-0,51	2,58
Alavoperac02	9	-8,08	6,89	1,60	4,02	-1,85	5,28
Alavoperac03	9	-5,25	27,78	6,47	9,07	1,69	4,38
Alavoperac04	9	1,17	5,15	2,50	1,30	0,99	0,84
Alavoperac05	9	1,10	3,40	2,28	0,96	0,00	-2,25
Alavoperac06	9	-9,62	40,06	11,12	14,99	0,70	0,45
Alavoperac07	9	1,08	19,31	4,28	5,76	2,76	7,90
Retorno 2002	8	-0,49	1,35	0,09	0,61	1,36	1,82
Retorno 2003	8	0,02	4,10	1,07	1,32	2,12	4,96
Retorno 2004	9	-0,10	1,16	0,59	0,42	-0,22	-0,88
Retorno 2005	9	-0,50	3,50	0,52	1,20	2,32	5,84
Retorno 2006	9	-0,20	0,77	0,21	0,34	0,40	-1,11
Retorno 2007	9	-0,14	3,92	0,64	1,28	2,61	7,21
ROE 2002	9	-0,53	0,37	0,06	0,25	-1,60	3,96
ROE 2003	9	-0,02	0,30	0,12	0,11	0,90	-0,35
ROE 2004	9	0,04	0,49	0,18	0,15	1,48	1,44
ROE 2005	9	0,06	0,43	0,21	0,15	0,54	-1,52
ROE 2006	9	-0,11	0,34	0,10	0,14	0,46	-0,36
ROE 2007	9	-0,03	0,35	0,16	0,13	0,08	-0,99
ROA 2002	9	-0,07	0,22	0,04	0,08	1,42	3,76
ROA 2003	9	-0,01	0,15	0,05	0,05	0,93	0,61
ROA 2004	9	0,02	0,24	0,09	0,08	1,18	0,08
ROA 2005	9	0,02	0,38	0,13	0,13	1,08	0,25
ROA 2006	9	-0,08	0,16	0,06	0,08	-0,30	-0,68
ROA 2007	9	-0,02	0,20	0,09	0,07	0,23	-0,50
Marg líq 2002	9	-14,89	13,92	3,17	8,24	-1,18	2,72
Marg líq 2003	9	-3,42	23,19	4,84	7,46	2,15	5,65
Marg líq 2004	9	1,97	23,45	7,24	6,39	2,45	6,72
Marg líq 2005	9	1,92	30,72	9,53	9,10	1,85	3,64
Marg líq 2006	9	-6,43	29,65	6,64	10,19	1,43	3,21
Marg líq 2007	9	-1,39	30,89	9,66	9,98	1,28	1,64
Ebitida 2002	9	-0,01	0,21	0,09	0,07	0,42	-0,12
Ebitida 2003	9	-0,01	0,20	0,09	0,06	0,39	1,17
Ebitida 2004	9	0,04	0,26	0,14	0,08	0,57	-0,80
Ebitida 2005	9	0,05	0,41	0,16	0,12	1,39	1,30

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Ebitida 2006	9	-0,08	0,22	0,09	0,09	-0,35	0,21
Ebitida 2007	9	0,01	0,24	0,11	0,07	0,85	0,16
QdeTobin 02	8	0,10	1,43	0,58	0,43	1,00	1,10
QdeTobin 03	9	0,28	1,86	0,74	0,49	1,65	3,11
QdeTobin 04	9	0,36	1,93	0,85	0,48	1,48	2,87
QdeTobin 05	9	0,41	2,04	0,96	0,51	1,45	1,76
QdeTobin 06	9	0,28	1,98	0,99	0,51	0,79	0,59
QdeTobin 07	9	0,63	2,13	1,14	0,55	0,93	-0,82
Volatilid 02	5	30,30	48,59	36,92	7,86	0,99	-0,76
Volatilid 03	6	26,48	49,48	33,64	8,40	1,66	3,30
Volatilid 04	7	33,58	51,03	39,37	6,42	1,09	0,36
Volatilid 05	7	31,61	41,86	36,44	4,22	0,13	-2,26
Volatilid 06	8	27,42	54,85	34,90	8,72	2,05	4,83
Volatilid 07	8	26,56	45,13	37,62	5,64	-0,89	1,47
Volume 2002	9	12,00	7652902,00	1029471,22	2494039,77	2,95	8,79
Volume 2003	9	73,00	8657882,00	1283426,11	2789042,34	2,90	8,57
Volume 2004	9	310,00	13789455,00	2446706,00	4471456,96	2,52	6,62
Volume 2005	9	917,00	29107055,00	4675053,44	9493425,28	2,65	7,25
Volume 2006	9	327,00	47045676,00	7234431,22	15084813,40	2,88	8,48
Volume 2007	9	1439,00	121068750,00	16219335,22	39413293,02	2,97	8,88
Turnover2002	8	0,02	0,39	0,17	0,13	0,56	-0,52
Turnover2003	9	0,00	0,75	0,16	0,23	2,59	7,12
Turnover2004	9	0,00	0,49	0,24	0,18	0,04	-1,31
Turnover2005	9	0,01	1,07	0,34	0,32	1,55	2,97
Turnover2006	9	0,00	1,44	0,51	0,47	1,25	0,74
Turnover2007	9	0,01	1,42	0,57	0,43	0,99	0,86
%açmaiac 02	9	32,00	100,00	59,56	25,03	0,89	-0,45
%açmaiac 03	9	32,00	100,00	65,67	25,80	0,15	-1,29
%açmaiac 04	9	29,00	100,00	64,33	25,41	0,15	-0,92
%açmaiac 05	9	28,00	100,00	60,11	26,72	0,40	-0,84
%açmaiac 06	9	29,00	100,00	62,11	24,49	0,54	-0,44
%açmaiac 07	9	29,00	100,00	63,67	24,12	0,34	-0,40
%aç5maiac02	9	54,00	100,00	82,44	15,82	-0,46	-0,45
%aç5maiac03	9	54,00	100,00	84,78	15,12	-0,99	0,93
%aç5maiac04	9	62,00	100,00	85,11	13,90	-0,54	-0,77
%aç5maiac05	9	37,00	100,00	78,44	21,50	-0,98	0,02
%aç5maiac06	9	38,00	100,00	79,00	21,08	-1,01	0,11
%aç5maiac07	9	38,00	100,00	78,67	20,95	-0,97	0,12
Reclíquida 02	9	222783,00	19955315,00	6474616,22	7276718,98	0,84	-0,62
Reclíquida 03	9	223460,00	24183133,00	7835456,44	9027795,41	0,77	-0,86
Reclíquida 04	9	367173,00	31840368,00	9660893,00	11727473,67	0,97	-0,28
Reclíquida 05	9	402356,00	37179397,00	10470730,44	13047935,42	1,22	0,77
Reclíquida 06	9	326714,00	48027708,00	11711003,22	16226069,82	1,64	2,55
Reclíquida 07	9	357686,00	65746318,00	14977144,11	21871175,23	1,86	3,51
Ativotot 2002	9	497897,00	45496556,00	11282016,33	15183238,86	1,63	2,68
Ativotot 2003	9	457265,00	46135375,00	10750783,67	15142718,59	1,86	3,68
Ativotot 2004	9	398546,00	50252554,00	11762849,89	16577546,37	1,83	3,50
Ativotot 2005	9	428123,00	58617714,00	12880435,67	19227984,63	2,00	4,24
Ativotot 2006	9	408304,00	130441815,00	21587336,22	41992223,32	2,71	7,60
Ativotot 2007	9	372819,00	134914703,00	24206110,11	43808776,20	2,49	6,46



Tabela 4: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2004.

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose
Liq geral 03	11	0,53	3,25	1,04	0,80	2,48	6,72
Liq geral 04	11	0,62	2,81	1,24	0,77	1,51	1,15
Liq geral 05	11	0,49	3,17	1,21	0,85	1,66	2,09
Liq geral 06	11	0,48	2,85	1,13	0,70	1,61	2,97
Liq geral 07	11	0,45	3,79	1,14	0,93	2,65	7,82
Liq corren 03	11	0,46	6,62	1,75	1,67	2,90	9,05
Liq corren 04	11	0,92	4,77	2,00	1,05	1,99	4,98
Liq corren 05	11	0,91	6,17	1,87	1,49	2,83	8,61
Liq corren 06	11	0,98	4,64	2,08	1,07	1,56	2,50
Liq corren 07	11	0,97	5,96	1,85	1,40	3,01	9,48
Liq bolsa 03	11	0,00	0,17	0,02	0,05	3,23	10,55
Liq bolsa 04	11	0,00	0,25	0,07	0,09	1,24	0,41
Liq bolsa 05	11	0,00	0,36	0,24	0,14	-1,05	-0,31
Liq bolsa 06	11	0,00	1,16	0,43	0,39	0,87	-0,67
Liq bolsa 07	11	0,02	1,56	0,52	0,51	0,95	-0,10
Lucroação 03	11	-0,90	7,26	1,00	2,23	2,61	7,41
Lucroação 04	11	-0,41	1,57	0,53	0,52	0,13	1,00
Lucroação 05	11	-1,21	2,37	0,71	1,03	0,14	0,38
Lucroação 06	11	0,00	3,70	1,36	1,30	0,62	-0,91
Lucroação 07	11	0,08	4,32	1,44	1,33	1,37	1,24
Endiv ger 03	11	33,15	496,56	238,93	148,63	0,50	-1,02
Endiv ger 04	11	42,42	419,78	168,61	113,91	1,30	1,32
Endiv ger 05	11	36,22	467,16	183,80	123,97	1,20	1,80
Endiv ger 06	11	44,78	410,52	181,78	109,03	0,79	0,36
Endiv ger 07	11	30,64	279,86	181,38	80,23	-0,48	-0,65
Payout 2003	11	0,00	332,42	49,86	96,20	3,02	9,54
Payout 2004	11	0,00	197,30	51,39	56,80	1,95	4,22
Payout 2005	11	0,00	95,06	41,22	33,03	0,62	-0,73
Payout 2006	11	0,00	95,02	41,74	33,18	0,70	-0,65
Payout 2007	9	23,60	112,75	60,13	37,97	0,34	-2,25
Preçoação 03	3	0,80	2,05	1,33	0,65	1,21	,
Preçoação 04	9	1,58	15,07	4,95	4,34	1,84	3,68
Preçoação 05	10	1,12	16,80	5,11	4,93	1,71	2,92
Preçoação 06	11	0,92	20,11	4,73	5,39	2,72	8,10
Preçoação 07	11	1,10	10,75	3,57	2,65	2,26	5,90
Financativ 03	11	24,90	83,24	64,44	16,84	-1,20	2,06
Financativ 04	11	29,79	80,76	57,30	15,48	-0,35	-0,10
Financativ 05	11	26,59	82,37	58,68	17,26	-0,84	0,27
Financativ 06	11	30,93	80,41	59,49	15,28	-0,55	-0,53
Financativ 07	11	23,45	73,67	60,83	14,84	-1,78	3,62
Endiv cp 03	10	11,17	100,00	40,79	31,46	1,34	0,45
Endiv cp 04	10	13,27	100,00	31,68	25,82	2,46	6,51
Endiv cp 05	10	15,18	100,00	39,27	27,26	1,45	1,77
Endiv cp 06	10	10,48	56,31	24,21	14,93	1,35	0,98
Endiv cp 07	10	1,73	63,62	29,59	18,52	0,60	-0,07
Financimob03	11	-0,52	82,03	14,68	28,34	2,02	2,92
Financimob04	11	0,13	69,36	11,62	21,55	2,38	5,57
Financimob05	11	0,12	64,54	12,14	20,30	2,07	4,23
Financimob06	11	0,07	103,92	18,34	34,38	2,04	3,51
Financimob07	11	0,00	102,64	24,37	33,20	1,50	1,94
Tang oper 03	10	0,05	0,91	0,47	0,31	0,07	-1,68
Tang oper 04	10	0,08	0,74	0,43	0,26	-0,13	-1,97
Tang oper 05	11	0,06	0,78	0,41	0,26	0,12	-1,60
Tang oper 06	11	0,09	1,65	0,48	0,44	2,12	5,52

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Tang oper 07	10	0,13	1,66	0,55	0,48	1,52	2,42
Beta 2003	3	0,31	1,22	0,77	0,46	-0,17	,
Beta 2004	3	-0,20	1,71	0,64	0,97	0,98	,
Beta 2005	9	0,13	1,33	0,72	0,39	-0,26	-0,43
Beta 2006	10	-0,42	1,28	0,61	0,51	-0,70	0,70
Beta 2007	11	-1,18	1,43	0,52	0,88	-0,63	-0,80
Alavancfin 03	11	-2,58	7,28	1,08	2,78	1,01	1,46
Alavancfin 04	11	-4,54	2,31	0,39	2,26	-1,66	1,64
Alavancfin 05	11	-5,69	2,70	0,27	3,00	-1,75	1,65
Alavancfin 06	11	-26,38	2,66	-0,89	8,49	-3,26	10,73
Alavancfin 07	11	-23,79	4,67	0,14	8,01	-3,21	10,49
Alavoperac03	10	-3,27	24,68	8,43	9,01	0,32	-0,63
Alavoperac04	9	0,00	3,11	1,90	0,97	-0,62	0,70
Alavoperac05	9	-12,54	3,41	0,69	5,01	-2,88	8,47
Alavoperac06	11	-2,54	23,80	13,23	8,37	-0,55	-0,70
Alavoperac07	9	-9,36	3,29	0,78	3,93	-2,67	7,43
Retorno 2003	3	0,59	1,13	0,91	0,28	-1,33	,
Retorno 2004	3	1,03	1,96	1,34	0,54	1,73	,
Retorno 2005	9	-0,40	0,70	0,13	0,43	-0,02	-2,03
Retorno 2006	10	-0,20	1,72	0,32	0,63	1,65	1,85
Retorno 2007	11	-0,45	1,41	0,11	0,50	1,85	4,55
ROE 2003	11	-0,09	0,53	0,18	0,22	0,51	-1,11
ROE 2004	11	-0,08	0,69	0,19	0,20	1,50	3,48
ROE 2005	11	-0,09	0,76	0,19	0,22	1,77	4,88
ROE 2006	11	0,00	0,72	0,21	0,20	1,55	3,19
ROE 2007	11	0,09	0,68	0,21	0,17	2,37	6,20
ROA 2003	11	-0,02	0,32	0,11	0,13	0,78	-1,03
ROA 2004	11	-0,03	0,39	0,13	0,12	1,12	0,82
ROA 2005	11	0,01	0,39	0,12	0,11	1,88	4,13
ROA 2006	11	-0,02	0,39	0,13	0,11	1,07	1,86
ROA 2007	11	0,01	0,31	0,10	0,09	1,40	2,58
Marg líq 2003	10	-4,91	19,15	4,58	7,12	0,83	0,65
Marg líq 2004	10	-4,21	16,97	8,02	6,98	-0,32	-0,67
Marg líq 2005	11	-2,22	17,39	8,63	6,54	-0,24	-1,03
Marg líq 2006	11	0,00	18,00	9,00	6,30	0,09	-1,56
Marg líq 2007	10	5,15	17,47	9,59	4,14	0,80	-0,07
Ebitida 2003	11	-0,17	0,43	0,15	0,16	-0,06	1,01
Ebitida 2004	11	-0,15	0,39	0,15	0,14	-0,32	1,45
Ebitida 2005	11	-0,01	0,38	0,14	0,10	1,17	2,59
Ebitida 2006	11	0,02	0,39	0,13	0,10	1,57	3,19
Ebitida 2007	11	-0,13	0,32	0,10	0,11	-0,05	1,59
QdeTobin 03	3	0,64	1,02	0,83	0,19	0,16	,
QdeTobin 04	9	-0,30	6,37	2,39	2,05	0,90	0,56
QdeTobin 05	10	-0,28	6,25	2,32	2,17	0,95	-0,38
QdeTobin 06	11	0,24	8,25	2,01	2,24	2,51	7,03
QdeTobin 07	11	0,15	3,78	1,42	0,95	1,52	3,77
Volatilid 03	2	29,88	43,77	36,83	9,82	,	,
Volatilid 04	3	39,01	45,75	41,67	3,59	1,51	,
Volatilid 05	8	30,57	42,76	35,94	4,04	0,06	-0,01
Volatilid 06	10	16,22	47,85	34,89	9,60	-0,49	0,07
Volatilid 07	11	29,42	52,26	36,61	6,57	1,32	2,43
Volume 2003	11	0,00	282097,00	28881,27	84495,51	3,25	10,64
Volume 2004	11	0,00	1281999,00	396265,45	391016,58	1,11	1,34
Volume 2005	11	0,00	1850782,00	903573,18	570913,69	-0,20	-0,16
Volume 2006	11	18591,00	7568982,00	2233247,18	2194881,11	1,59	2,72
Volume 2007	11	141140,00	14980906,00	4704618,55	4646577,71	1,17	0,97
Turnover2003	3	0,02	0,25	0,10	0,13	1,68	,
Turnover2004	9	0,02	0,29	0,13	0,08	0,65	0,73

<b>Variáveis</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-padr</b>	<b>Assimetria</b>	<b>Curtose</b>
<i>Turnover</i> 2005	10	0,01	0,67	0,32	0,24	0,25	-1,38
<i>Turnover</i> 2006	11	0,04	0,69	0,36	0,20	0,21	-0,66
<i>Turnover</i> 2007	11	0,29	1,21	0,72	0,37	0,07	-2,01
%açmaiac 03	7	18,00	100,00	55,57	26,83	0,48	0,23
%açmaiac 04	11	18,00	100,00	54,36	28,03	0,64	-0,69
%açmaiac 05	11	18,00	100,00	54,36	28,03	0,64	-0,69
%açmaiac 06	11	13,00	100,00	50,91	29,84	0,76	-0,70
%açmaiac 07	11	10,00	100,00	49,73	31,19	0,65	-0,82
%aç5maiac03	7	57,00	100,00	88,14	18,44	-1,29	-0,34
%aç5maiac04	11	57,00	100,00	83,09	16,69	-0,14	-1,84
%aç5maiac05	11	57,00	100,00	82,27	15,58	-0,10	-1,45
%aç5maiac06	11	37,00	100,00	78,18	21,43	-0,69	-0,40
%aç5maiac07	11	16,00	100,00	80,18	24,38	-2,00	4,95
Reclíquida 03	11	0,00	8037989,00	2316383,27	2777064,36	1,70	1,61
Reclíquida 04	11	0,00	8589452,00	2560316,36	2891081,84	1,63	1,49
Reclíquida 05	11	408669,00	9101540,00	3153483,82	2964684,54	1,43	1,01
Reclíquida 06	11	415210,00	9452648,00	3559607,82	3041516,78	1,21	0,55
Reclíquida 07	11	0,00	9552334,00	3184162,64	2982964,74	1,18	0,77
Ativotot 2003	11	272306,00	14988758,00	3922612,00	5420538,95	1,77	1,67
Ativotot 2004	11	285248,00	14586207,00	4082148,45	5000956,59	1,71	1,59
Ativotot 2005	11	320951,00	15149903,00	4350363,18	4833157,71	1,68	1,85
Ativotot 2006	11	298874,00	14897689,00	5221027,91	4828760,92	1,06	-0,01
Ativotot 2007	11	372286,00	15832451,00	5674645,64	5061377,44	0,96	-0,07

Tabela 5: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2005.

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose
Liq geral 04	13	0,20	2,52	0,93	0,64	1,42	1,94
Liq geral 05	14	0,29	2,52	1,18	0,79	0,82	-0,64
Liq geral 06	14	0,18	4,13	1,34	1,10	1,53	2,21
Liq geral 07	14	0,14	4,46	1,25	1,09	2,16	5,85
Liq corren 04	13	0,45	3,81	1,39	0,88	1,92	4,43
Liq corren 05	14	0,71	4,29	1,80	1,06	1,36	1,38
Liq corren 06	14	0,38	4,19	1,91	1,28	0,47	-1,06
Liq corren 07	14	0,46	4,14	1,69	1,04	0,84	0,80
Liq bolsa 04	14	0,00	0,22	0,04	0,07	1,92	3,03
Liq bolsa 05	14	0,01	0,28	0,10	0,08	1,35	1,22
Liq bolsa 06	14	0,00	1,52	0,47	0,42	1,56	2,23
Liq bolsa 07	14	0,04	1,09	0,49	0,39	0,67	-1,25
Lucroação 04	13	0,04	5,99	1,53	1,77	1,70	2,40
Lucroação 05	13	-0,21	7,82	1,90	2,12	2,06	4,88
Lucroação 06	14	0,01	4,49	1,71	1,44	0,86	-0,56
Lucroação 07	14	-0,20	2,87	1,43	0,88	0,20	-0,46
Endiv ger 04	13	-196,51	1344,73	307,08	431,68	1,63	2,20
Endiv ger 05	14	38,64	1353,07	235,14	344,43	3,03	9,82
Endiv ger 06	14	28,11	1412,44	226,51	353,57	3,32	11,69
Endiv ger 07	14	24,93	1614,98	249,56	402,90	3,44	12,34
Payout 2004	13	0,00	89,76	37,47	31,87	0,16	-1,24
Payout 2005	13	0,00	110,98	37,41	36,56	0,83	-0,42
Payout 2006	13	0,00	195,84	57,10	52,56	1,64	3,35
Payout 2007	13	0,00	131,50	49,80	38,86	0,70	0,01
Preçoação 04	5	1,07	10,70	3,55	4,03	2,15	4,68
Preçoação 05	14	0,94	8,42	3,41	2,28	0,76	-0,08
Preçoação 06	14	0,51	11,39	3,97	2,89	1,41	2,16
Preçoação 07	14	0,91	7,87	3,31	2,24	1,05	0,25
Financativ 04	13	25,86	203,62	73,29	44,16	2,32	6,82
Financativ 05	14	27,87	93,12	55,80	18,59	0,68	-0,22
Financativ 06	14	21,94	93,39	54,09	20,58	0,21	-0,68
Financativ 07	14	19,96	94,17	56,63	19,22	-0,01	0,21
Endiv cp 04	12	1,13	99,40	36,89	26,26	1,17	1,88
Endiv cp 05	13	10,73	100,00	40,44	29,49	1,42	0,99
Endiv cp 06	12	3,38	100,00	41,90	27,74	0,61	0,26
Endiv cp 07	12	4,49	100,00	42,16	32,23	0,57	-0,75
Financimob04	12	0,00	30,06	6,26	10,49	1,81	2,01
Financimob05	13	0,00	13,89	3,06	4,82	1,61	1,31
Financimob06	13	0,00	14,35	2,93	4,86	1,91	2,53
Financimob07	13	0,00	11,89	3,05	4,75	1,30	-0,13
Tang oper 04	12	0,16	2,77	0,79	0,80	1,61	2,43
Tang oper 05	12	0,14	2,27	0,73	0,69	1,15	0,70
Tang oper 06	13	0,11	3,53	0,89	1,02	1,71	2,90
Tang oper 07	13	0,01	2,54	0,81	0,83	1,02	0,09
Beta 2004	4	0,57	0,99	0,78	0,21	0,00	-5,21
Beta 2005	5	-0,23	0,92	0,36	0,49	-0,23	-2,29
Beta 2006	14	-0,32	1,70	0,72	0,51	-0,01	0,58
Beta 2007	14	0,29	2,70	1,47	0,73	-0,05	-0,80
Alavancfin 04	12	-1,44	9,25	2,22	2,69	1,71	4,02
Alavancfin 05	12	0,98	4,84	2,06	1,05	1,84	4,15
Alavancfin 06	13	0,08	3,30	1,72	0,86	-0,04	0,12
Alavancfin 07	13	-2,57	4,24	1,63	1,52	-1,53	5,28

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padr	Assimetria	Curtose
Alavoperac04	10	1,23	5,12	2,71	1,41	0,65	-1,24
Alavoperac05	10	-3,32	4,25	1,91	2,12	-1,73	4,37
Alavoperac06	13	-7,45	45,24	15,55	13,55	0,65	0,78
Alavoperac07	11	-0,16	20,38	4,19	5,83	2,57	6,92
Retorno 2004	5	0,12	7,32	1,73	3,13	2,23	4,97
Retorno 2005	5	-0,30	1,50	0,40	0,70	1,14	1,21
Retorno 2006	14	-0,44	1,24	0,53	0,51	-0,10	-0,67
Retorno 2007	14	-0,57	1,71	0,06	0,56	1,99	5,81
ROE 2004	13	-0,03	1,79	0,29	0,47	3,17	10,75
ROE 2005	13	-0,22	0,61	0,20	0,19	-0,02	2,98
ROE 2006	14	0,00	0,38	0,18	0,11	0,63	0,28
ROE 2007	14	-0,14	0,37	0,16	0,13	-0,57	1,55
ROA 2004	13	0,01	0,24	0,09	0,07	0,89	0,17
ROA 2005	13	-0,13	0,19	0,08	0,07	-1,91	5,68
ROA 2006	14	-0,03	0,22	0,09	0,07	0,19	0,02
ROA 2007	14	-0,08	0,23	0,09	0,08	-0,20	0,34
Marg líq 2004	13	2,10	31,39	10,35	8,34	1,55	2,45
Marg líq 2005	13	-15,68	59,96	14,49	17,74	1,29	3,48
Marg líq 2006	14	0,71	36,19	12,57	9,61	1,21	1,44
Marg líq 2007	14	-24,42	34,36	10,14	13,55	-0,85	2,86
Ebitida 2004	12	0,07	0,24	0,15	0,06	0,21	-1,06
Ebitida 2005	12	-0,05	0,21	0,13	0,07	-1,30	2,90
Ebitida 2006	13	0,02	0,23	0,13	0,06	-0,23	-0,03
Ebitida 2007	13	-0,06	0,29	0,12	0,10	-0,08	-0,37
QdeTobin 04	5	0,69	1,38	1,08	0,26	-0,56	0,31
QdeTobin 05	13	0,53	2,96	1,59	0,78	0,44	-0,63
QdeTobin 06	13	0,56	3,07	1,72	0,75	0,49	-0,39
QdeTobin 07	13	0,72	3,04	1,58	0,74	0,68	-0,64
Volatilid 04	4	21,67	64,10	37,17	18,67	1,55	2,65
Volatilid 05	5	20,05	46,90	36,46	11,29	-0,77	-0,82
Volatilid 06	14	29,36	60,45	42,24	9,37	0,51	-0,61
Volatilid 07	14	27,93	95,32	46,49	15,30	2,72	9,15
Volume 2004	14	0,00	870303,00	119239,57	252053,30	2,50	6,27
Volume 2005	14	16585,00	1514554,00	741844,50	407258,27	-0,04	-0,29
Volume 2006	14	5627,00	8667264,00	2642849,79	2454844,71	1,46	1,83
Volume 2007	14	149206,00	10284083,00	4488860,93	3510051,09	0,52	-1,33
Turnover2004	5	0,00	0,59	0,22	0,24	1,03	0,84
Turnover2005	14	0,07	0,83	0,31	0,19	1,63	3,30
Turnover2006	14	0,15	0,97	0,52	0,26	0,06	-1,02
Turnover2007	14	0,20	1,85	1,15	0,54	-0,41	-1,00
%açmaiac 04	8	12,00	99,00	69,25	27,24	-1,31	2,66
%açmaiac 05	14	6,00	97,00	47,64	26,13	-0,02	-0,55
%açmaiac 06	14	5,00	85,00	45,50	25,26	-0,27	-1,11
%açmaiac 07	14	6,00	85,00	47,36	25,30	-0,47	-1,06
%aç5maiac04	8	40,00	100,00	88,75	20,39	-2,48	6,43
%aç5maiac05	14	6,00	100,00	69,50	25,15	-1,17	2,10
%aç5maiac06	14	11,00	100,00	66,29	25,05	-0,88	0,59
%aç5maiac07	14	11,00	100,00	66,50	25,66	-0,91	0,46
Reclíquida 04	12	54064,00	5530462,00	1881179,42	2046235,43	1,00	-0,69
Reclíquida 05	12	54139,00	6178291,00	2046037,08	2136709,53	1,06	-0,44
Reclíquida 06	13	33756,00	7788456,00	2386299,46	2331391,68	1,20	0,84
Reclíquida 07	13	32710,00	20223631,00	3664198,54	5439516,19	2,73	8,07
Ativotot 2004	13	64885,00	36129365,00	4961137,31	9750978,54	3,16	10,51
Ativotot 2005	14	67183,00	36533053,00	5163084,00	9402774,51	3,28	11,37
Ativotot 2006	14	96078,00	41682844,00	6084590,71	10619724,87	3,32	11,66
Ativotot 2007	14	92251,00	48150446,00	7183418,36	12235441,30	3,30	11,59

Tabela 6: Mínimos, máximos, média, desvio padrão, assimetria e curtose das variáveis de governança, desempenho empresarial, de mercado, de estrutura e de controle das empresas aderidas ao nível 1, nível 2 e novo mercado no ano de 2006.

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio- padrão	Assimetria	Curtose
Liq geral 05	21	0,02	2,21	1,15	0,56	-0,31	0,07
Liq geral 06	27	0,22	16,85	2,53	3,10	4,07	18,88
Liq geral 07	27	0,24	4,14	1,58	1,07	0,97	0,16
Liq corren 05	21	0,02	12,53	1,93	2,52	4,06	17,77
Liq corren 06	27	0,44	16,80	3,70	3,49	2,60	7,75
Liq corren 07	27	0,66	4,51	2,26	1,04	0,42	-0,58
Liq bolsa 05	27	0,00	2,23	0,13	0,46	4,24	18,96
Liq bolsa 06	27	0,00	1,51	0,20	0,39	2,71	6,81
Liq bolsa 07	27	0,01	1,55	0,26	0,38	2,18	4,29
Liq bolsa 05	20	-2,00	4,12	0,85	1,11	0,49	5,25
Liq bolsa 06	24	-0,38	3,29	0,61	0,93	1,43	2,19
Liq bolsa 07	27	-1,06	2,91	0,98	0,90	0,16	0,47
Endiv ger 05	21	40,71	1401,37	292,54	360,50	2,42	5,50
Endiv ger 06	27	6,18	1327,66	122,22	246,08	4,86	24,54
Endiv ger 07	27	24,37	2209,17	239,35	476,44	3,48	12,38
Payout 2005	19	0,00	161,72	44,10	38,02	1,53	4,25
Payout 2006	24	-185,61	388,52	56,37	107,84	1,16	3,85
Payout 2007	23	0,00	224,42	40,17	47,58	2,82	10,24
Preçoação 05	5	0,30	2,97	1,79	1,15	-0,38	-2,17
Preçoação 06	26	0,35	133,65	8,23	25,62	5,08	25,83
Preçoação 07	27	0,32	62,02	5,58	11,52	4,87	24,58
Financativ 05	21	28,93	93,34	61,31	19,46	-0,06	-1,05
Financativ 06	27	5,82	93,00	41,15	18,12	0,67	1,52
Financativ 07	27	19,60	95,67	49,46	20,68	0,73	0,13
Endiv cp 05	17	6,03	100,00	42,95	25,86	0,46	-0,30
Endiv cp 06	23	7,63	100,00	40,35	31,75	0,74	-0,64
Endiv cp 07	24	0,00	100,00	33,91	30,66	0,90	-0,16
Financimob05	20	0,00	27,08	2,82	6,32	3,34	12,30
Financimob06	26	0,00	53,32	5,87	14,49	2,95	7,94
Financimob07	26	0,00	887,43	45,56	174,07	4,90	24,45
Tang oper 05	19	0,00	9,62	1,18	2,49	2,67	7,31
Tang oper 06	23	0,00	22,52	2,13	5,06	3,38	12,60
Tang oper 07	26	0,00	45,25	2,95	8,89	4,65	22,64
Beta 2005	5	0,49	2,50	1,15	0,80	1,67	2,80
Beta 2006	5	0,11	3,15	1,37	1,14	0,96	1,36
Beta 2007	27	-0,60	2,69	0,66	0,74	0,78	0,88
Alavancfin 05	19	-1,01	11,71	2,52	2,94	1,98	4,80
Alavancfin 06	23	-3,72	6,52	1,42	2,10	0,00	1,94
Alavancfin 07	26	-37,51	22,83	0,93	9,03	-2,72	15,12
Alavoperac05	17	1,27	3,91	2,35	0,92	0,59	-1,20
Alavoperac06	23	-1060,15	25,71	-40,41	223,08	-4,74	22,63
Alavoperac07	24	-0,14	14,07	2,77	3,11	2,57	7,59
Retorno 2005	5	0,00	0,40	0,18	0,16	0,52	-1,69
Retorno 2006	5	0,21	1,98	0,73	0,72	1,85	3,64
Retorno 2007	27	-0,49	2,87	0,22	0,63	2,87	11,60
ROE 2005	20	-0,03	1,72	0,33	0,39	2,57	8,14
ROE 2006	24	-0,14	0,32	0,06	0,11	0,49	0,55
ROE 2007	27	-0,19	1,92	0,17	0,37	4,30	20,76
ROA 2005	20	0,00	0,62	0,14	0,15	1,84	3,96
ROA 2006	24	-0,10	0,27	0,04	0,08	0,77	2,28
ROA 2007	27	-0,07	0,26	0,07	0,07	0,60	0,71
Marg líq 2005	20	-27,56	27,17	6,97	11,26	-1,41	4,25
Marg líq 2006	24	-1003,12	21,19	-39,14	206,13	-4,84	23,58
Marg líq 2007	27	-97,31	375,11	22,07	74,95	4,16	20,80

<b>Variáveis</b>	<b>N</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-padr</b>	<b>Assimetria</b>	<b>Curtose</b>
Ebitida 2005	19	0,03	0,70	0,21	0,21	1,42	1,02
Ebitida 2006	23	-0,04	0,39	0,10	0,11	1,68	2,47
Ebitida 2007	26	-0,08	0,51	0,10	0,12	1,78	4,73
QdeTobin 05	4	0,27	1,34	0,68	0,48	1,18	0,65
QdeTobin 06	25	0,08	44,04	3,48	8,49	4,92	24,47
QdeTobin 07	26	0,19	4,00	1,71	0,97	0,78	0,12
Volatilid 05	4	31,29	44,07	37,33	5,24	0,40	1,51
Volatilid 06	4	31,84	46,62	40,10	7,08	-0,35	-3,71
Volatilid 07	26	28,63	50,38	40,11	5,46	-0,39	-0,42
Volume 2005	27	0,00	7197965,00	391542,63	1445182,56	4,44	20,66
Volume 2006	27	85361,00	7200616,00	1207288,15	1815025,84	2,60	6,45
Volume 2007	27	284493,00	15350879,00	2693776,15	3744336,73	2,26	4,91
Turnover2005	5	0,01	0,29	0,12	0,11	1,12	0,70
Turnover2006	27	0,07	1,04	0,37	0,28	1,11	0,26
Turnover2007	27	0,20	1,66	0,69	0,42	1,03	0,16
%açmaiac 05	12	23,00	80,00	56,83	17,69	-0,59	-0,50
%açmaiac 06	27	11,00	94,00	44,44	22,63	0,36	-0,56
%açmaiac 07	27	11,00	94,00	39,52	22,66	0,70	-0,11
%aç5maiac05	12	36,00	100,00	82,50	18,61	-1,37	2,66
%aç5maiac06	27	34,00	96,00	64,52	17,73	-0,15	-1,14
%aç5maiac07	27	16,00	95,00	59,81	18,24	-0,16	0,13
Reclíquida 05	19	67072,00	22724131,00	2313916,84	5415769,62	3,46	12,42
Reclíquida 06	23	9732,00	20822025,00	1881118,96	4512675,63	3,83	15,44
Reclíquida 07	26	754,00	22794307,00	1949534,46	4683182,75	4,02	17,06
Ativotot 2005	21	1929,00	276691549,00	21913591,52	65058596,21	3,55	12,94
Ativotot 2006	27	27123,00	314263985,00	18703878,48	64094240,73	4,27	18,97
Ativotot 2007	27	301514,00	363179469,00	20476334,07	72402941,34	4,50	21,14

## Apêndice B – Influência das variáveis de governança nominais nas variações das variáveis de estrutura e desempenho.

Tabela 1: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável liquidez geral, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	LIQUIDEZ GERAL						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,41	1,00	0,14	0,92	0,14	0,14	0,78
Negócios sociais	0,86	0,48	0,35	0,86	0,29	0,14	0,05
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,16	0,11	0,34	0,46	0,42	0,49	0,71
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,24	0,10	0,10	0,60	1,00	0,47	0,14
Recursos humanos	0,29	0,21	0,39	0,53	0,54	0,29	0,07
Investimentos realizados e a realizar	0,45	0,49	0,71	0,79	0,82	0,70	0,71
Pesquisa e desenvolvimento	0,88	0,56	0,40	0,73	0,08	0,07	0,12
Novos produtos e serviços	0,66	0,88	0,61	0,53	0,55	0,49	0,20
Meio ambiente	0,56	0,27	0,04	0,78	0,34	0,49	0,32
Reformulações administrativas	0,53	0,21	0,20	0,36	0,54	0,39	0,16
Direitos dos acionistas	0,84	0,71	0,46	0,64	1,00	0,60	0,71
Perspectivas futuras	0,89	0,92	0,85	0,33	0,12	0,06	0,09
Balanço social	0,83	0,67	0,50	0,69	0,51	0,22	0,27
Fluxo de caixa	0,48	0,97	0,58	0,95	0,67	0,29	0,54
Valor adicionado	0,39	0,28	0,75	0,69	0,73	0,78	0,23
Audidores independentes	0,74	0,38	0,73	0,87	0,66	0,18	-
Tipo de parecer	0,44	0,27	0,01	0,23	0,19	0,69	0,17
Auditoria	0,33	0,27	0,27	0,85	0,50	0,44	0,27
Tipo de controlador	0,21	0,70	0,00	0,94	-	-	-
Acordo de acionistas	0,08	0,04	0,02	0,42	0,16	0,50	0,61
Unificação de cargos	0,91	0,73	0,69	0,50	0,78	0,44	0,94



Tabela 2: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável liquidez corrente, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	LIQUIDEZ CORRENTE						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,05	0,45	0,00	0,11	0,87	0,18	0,78
Negócios sociais	0,18	0,20	0,06	0,03	0,08	0,13	0,23
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,28	0,10	0,39	0,10	0,23	0,86	0,71
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,52	0,13	0,17	0,30	0,88	0,27	0,64
Recursos humanos	0,04	0,09	0,08	0,33	0,10	0,20	0,39
Investimentos realizados e a realizar	0,41	0,37	0,26	0,81	0,82	0,33	0,71
Pesquisa e desenvolvimento	0,70	0,52	0,85	0,71	0,22	0,07	0,11
Novos produtos e serviços	0,89	0,59	0,50	0,47	0,59	0,86	1,00
Meio ambiente	0,88	0,46	0,03	0,99	0,92	0,40	0,42
Reformulações administrativas	0,53	0,14	0,05	0,47	0,41	0,50	0,74
Direitos dos acionistas	0,81	0,37	0,80	0,52	0,76	0,65	0,71
Perspectivas futuras	0,13	0,49	0,59	0,82	0,53	0,03	0,16
Balanço social	0,99	0,64	0,89	0,30	0,37	0,63	0,14
Fluxo de caixa	0,14	0,41	0,06	0,22	0,77	0,29	0,39
Valor adicionado	0,93	0,31	0,29	0,30	0,88	0,80	0,22
Auditores independentes	0,15	0,20	0,24	0,41	0,69	0,52	-
Tipo de parecer	0,35	0,46	0,04	1,00	0,66	0,81	0,71
Auditoria	0,08	0,32	0,29	0,36	0,67	0,47	0,27
Tipo de controlador	0,07	0,54	0,05	0,15	-	-	-
Acordo de acionistas	0,57	0,13	0,02	0,36	0,24	0,12	0,18
Unificação de cargos	0,24	0,33	0,18	0,65	0,39	0,20	0,39

Tabela 3: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável ROE, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	ROE	
	Ano 1	Ano 6
Emissão de debêntures	0,51	0,01
Negócios sociais	0,45	0,87
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,28	0,06
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,58	0,33
Recursos humanos	0,09	0,65
Investimentos realizados e a realizar	0,51	0,19
Pesquisa e desenvolvimento	0,67	0,26
Novos produtos e serviços	0,41	0,72
Meio ambiente	0,53	0,57
Reformulações administrativas	0,15	0,89
Direitos dos acionistas	0,68	0,23
Perspectivas futuras	0,04	0,66
Balanço social	0,99	0,47
Fluxo de caixa	0,28	0,88
Valor adicionado	0,74	0,66
Auditores independentes	0,06	0,16
Tipo de parecer	0,59	0,06
Auditoria	0,09	0,86
Tipo de controlador	0,01	-
Acordo de acionistas	0,08	0,30
Unificação de cargos	0,90	0,93

Tabela 4: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável ROA, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	ROA		
	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,56	0,11	0,35
Negócios sociais	0,82	0,87	0,89
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,16	0,06	0,45
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,52	0,81	0,39
Recursos humanos	0,90	0,58	0,64
Investimentos realizados e a realizar	0,59	0,27	0,45
Pesquisa e desenvolvimento	0,43	0,71	0,04
Novos produtos e serviços	0,59	0,52	0,52
Meio ambiente	0,77	0,80	0,54
Reformulações administrativas	0,79	0,84	0,54
Direitos dos acionistas	0,14	0,23	0,45
Perspectivas futuras	0,77	0,50	0,43
Balanco social	0,43	0,75	0,78
Fluxo de caixa	0,54	0,88	0,90
Valor adicionado	0,54	0,88	0,90
Auditores independentes	0,33	0,40	-
Tipo de parecer	0,59	0,12	0,10
Auditoria	0,15	0,12	0,17
Acordo de acionistas	0,75	0,22	0,40
Unificação de cargos	0,33	0,71	0,53

Tabela 5: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável margem líquida, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	MARGEM LÍQUIDA
	Ano 6
Emissão de debêntures	0,11
Negócios sociais	0,19
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,17
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,57
Recursos humanos	0,27
Investimentos realizados e a realizar	0,59
Pesquisa e desenvolvimento	0,08
Novos produtos e serviços	0,36
Meio ambiente	0,57
Reformulações administrativas	0,50
Direitos dos acionistas	0,29
Perspectivas futuras	0,71
Balanço social	1,00
Fluxo de caixa	0,88
Valor adicionado	0,46
Audidores independentes	0,33
Tipo de parecer	0,19
Auditoria	0,72
Acordo de acionistas	0,18
Unificação de cargos	0,58

Tabela 6: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável ebitida, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	EBITIDA	
	Ano 5	Ano 6
Emissão de debêntures	0,24	0,00
Negócios sociais	0,53	0,42
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,77	0,68
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,39	0,24
Recursos humanos	0,77	0,93
Investimentos realizados e a realizar	0,21	0,14
Pesquisa e desenvolvimento	0,15	0,78
Novos produtos e serviços	0,06	0,22
Meio ambiente	0,40	0,36
Reformulações administrativas	0,70	0,48
Direitos dos acionistas	0,78	0,50
Perspectivas futuras	0,04	0,01
Balanço social	0,12	0,63
Fluxo de caixa	0,34	0,65
Valor adicionado	0,38	0,80
Auditores independentes	0,50	0,14
Tipo de parecer	0,46	0,01
Auditoria	0,05	0,23
Acordo de acionistas	0,18	0,36
Unificação de cargos	0,95	0,44

Tabela 7: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável Q de Tobin, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	Q DE TOBIN						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,87	0,18	0,48	0,83	0,75	0,73	0,62
Negócios sociais	0,49	0,95	0,64	0,95	0,95	0,68	0,48
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,72	0,72	0,97	0,73	0,72	0,46	0,45
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,78	0,88	0,65	0,79	0,98	0,94	0,81
Recursos humanos	0,72	0,56	0,89	0,35	0,72	0,33	0,21
Investimentos realizados e a realizar	0,71	0,09	0,15	0,68	0,94	0,78	0,45
Pesquisa e desenvolvimento	0,81	0,16	0,61	0,67	0,27	0,20	0,33
Novos produtos e serviços	0,91	0,97	0,68	0,51	0,42	0,71	0,78
Meio ambiente	0,82	0,63	0,93	0,88	0,20	0,27	0,69
Reformulações administrativas	0,65	0,17	0,26	0,67	0,57	0,92	0,89
Direitos dos acionistas	0,09	0,17	0,91	0,85	0,18	0,40	0,45
Perspectivas futuras	0,84	0,75	0,71	0,89	0,73	0,74	0,72
Balço social	0,09	0,25	0,02	0,29	0,18	0,62	0,71
Fluxo de caixa	0,89	0,62	0,27	0,41	0,21	0,54	0,90
Valor adicionado	0,21	0,38	0,71	0,22	0,09	0,16	0,33
Auditoria independentes	0,98	0,47	0,87	0,69	0,84	0,97	-
Tipo de parecer	0,48	0,62	0,09	0,12	0,36	0,57	0,26
Auditoria	0,88	0,22	0,55	0,83	0,11	0,17	0,58
Tipo de controlador	0,05	0,43	0,79	0,59	-	-	-
Acordo de acionistas	0,26	0,22	0,06	0,12	0,51	0,24	0,33
Unificação de cargos	0,51	0,91	0,77	0,53	0,61	0,46	0,31

Tabela 8: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável liquidez em bolsa, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	LIQUIDEZ EM BOLSA						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,73	0,08	0,64	0,27	0,62	0,03	0,40
Negócios sociais	0,37	0,77	0,59	0,74	0,28	0,31	0,78
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,54	0,52	0,54	0,87	0,85	0,89	0,71
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,95	0,41	0,08	0,12	0,78	0,49	0,70
Recursos humanos	0,35	0,70	0,37	0,89	0,82	0,14	0,39
Investimentos realizados e a realizar	0,01	0,28	0,14	0,16	0,53	0,59	0,71
Pesquisa e desenvolvimento	0,89	0,56	0,33	0,72	0,13	0,02	0,12
Novos produtos e serviços	0,33	0,46	0,32	0,16	0,20	1,00	0,86
Meio ambiente	0,17	0,66	0,97	0,98	0,13	0,33	0,55
Reformulações administrativas	0,04	0,27	0,37	0,11	0,12	0,55	0,95
Direitos dos acionistas	0,02	0,28	0,20	0,06	0,44	0,88	0,71
Perspectivas futuras	0,57	0,84	0,78	0,48	0,96	0,15	0,48
Balço social	0,79	0,21	0,09	0,51	0,36	0,52	0,47
Fluxo de caixa	0,13	0,10	0,91	0,25	0,11	0,45	0,71
Valor adicionado	0,60	0,25	0,67	0,70	0,79	0,83	0,66
Audidores independentes	0,44	0,41	0,47	0,68	0,64	0,07	-
Tipo de parecer	0,75	0,57	0,20	0,17	0,34	0,11	0,54
Auditoria	0,60	0,59	0,41	0,83	0,46	0,36	0,58
Tipo de controlador	0,35	0,25	0,66	0,60	-	-	-
Acordo de acionistas	0,15	0,77	0,43	0,20	0,14	0,17	0,70
Unificação de cargos	0,38	0,37	0,35	0,91	0,69	0,14	0,39

Tabela 9: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável lucro por ação, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	LUCRO POR AÇÃO
	Ano 6
Emissão de debêntures	0,02
Negócios sociais	1,00
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,10
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,37
Recursos humanos	0,65
Investimentos realizados e a realizar	0,38
Pesquisa e desenvolvimento	0,41
Novos produtos e serviços	0,72
Meio ambiente	0,71
Reformulações administrativas	0,50
Direitos dos acionistas	0,37
Perspectivas futuras	0,55
Balanço social	0,57
Fluxo de caixa	0,29
Valor adicionado	0,90
Audidores independentes	0,22
Tipo de parecer	0,33
Auditoria	0,65
Acordo de acionistas	0,39
Unificação de cargos	0,86



Tabela 10: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável preço/VPA, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	PREÇO/VPA					
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Emissão de debêntures	0,62	0,13	0,67	0,43	0,97	0,71
Negócios sociais	0,46	0,20	0,23	0,32	0,06	0,52
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,46	0,20	0,23	0,32	0,06	0,52
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,95	0,58	0,89	1,00	0,76	0,57
Recursos humanos	0,51	0,06	0,29	0,67	0,16	0,93
Investimentos realizados e a realizar	0,91	0,40	0,75	0,92	0,82	0,74
Pesquisa e desenvolvimento	0,78	0,60	0,57	0,86	0,24	0,03
Novos produtos e serviços	0,64	0,28	0,84	0,70	0,41	0,32
Meio ambiente	0,87	0,55	0,57	0,66	0,27	0,15
Reformulações administrativas	0,87	0,55	0,57	0,66	0,27	0,15
Direitos dos acionistas	0,87	0,55	0,57	0,66	0,27	0,15
Perspectivas futuras	0,53	0,08	0,16	0,62	0,32	0,55
Balanço social	0,02	0,01	0,01	0,18	0,14	0,19
Fluxo de caixa	0,28	0,91	0,72	0,84	0,32	0,29
Valor adicionado	0,59	0,16	0,11	0,09	0,12	0,08
Auditores independentes	0,22	0,07	0,68	0,94	0,48	0,80
Tipo de parecer	0,31	0,18	0,57	0,89	0,94	0,47
Auditoria	0,71	0,57	0,83	0,27	0,50	0,58
Tipo de controlador	0,33	0,41	0,63	0,37	-	-
Acordo de acionistas	0,18	0,52	0,84	0,82	0,61	0,67
Unificação de cargos	0,08	0,88	0,77	0,55	0,69	0,24

Tabela 11: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável beta, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	BETA	
	Ano 1	Ano 4
Emissão de debêntures	0,07	0,03
Negócios sociais	0,37	0,70
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,60	0,41
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,27	0,57
Recursos humanos	0,67	0,79
Investimentos realizados e a realizar	0,23	0,77
Pesquisa e desenvolvimento	0,21	0,34
Novos produtos e serviços	0,92	0,45
Meio ambiente	0,40	0,02
Reformulações administrativas	0,61	0,21
Direitos dos acionistas	0,23	0,03
Perspectivas futuras	0,35	0,32
Balanco social	0,54	0,02
Fluxo de caixa	0,49	0,55
Valor adicionado	0,21	0,16
Auditores independentes	0,33	0,49
Tipo de parecer	0,78	0,04
Auditoria	0,33	0,49
Tipo de controlador	0,40	0,75
Acordo de acionistas	0,13	0,13
Unificação de cargos	0,19	0,10

Tabela 12: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável retorno, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	RETORNO				
	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Emissão de debêntures	0,91	0,36	0,44	0,91	0,22
Negócios sociais	0,00	0,01	0,00	0,14	0,02
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,40	0,05	0,27	0,05	0,10
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,09	0,14	0,39	0,14	0,05
Recursos humanos	0,03	0,06	0,02	0,20	0,04
Investimentos realizados e a realizar	0,97	0,38	0,59	0,37	0,75
Pesquisa e desenvolvimento	0,97	0,38	0,59	0,37	0,75
Novos produtos e serviços	0,76	0,98	0,99	0,84	0,27
Meio ambiente	0,33	0,23	0,56	0,38	0,41
Reformulações administrativas	0,11	0,82	0,82	0,50	0,26
Direitos dos acionistas	0,67	0,89	0,10	0,35	0,17
Perspectivas futuras	0,54	0,12	0,86	0,65	0,23
Balanço social	0,17	0,89	0,51	0,25	0,37
Fluxo de caixa	0,47	0,42	0,61	0,72	0,45
Valor adicionado	0,45	0,50	0,13	0,70	0,76
Audidores independentes	0,36	0,28	0,94	0,69	0,25
Tipo de parecer	0,04	0,44	0,62	0,57	0,07
Auditoria	0,36	0,28	0,94	0,69	0,25
Tipo de controlador	0,08	0,50	0,35	-	-
Acordo de acionistas	0,24	0,13	0,46	0,96	0,22
Unificação de cargos	0,17	0,04	0,13	0,28	0,01

Tabela 13: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável volatilidade, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	VOLATILIDADE				
	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,65	0,84	0,69	0,29	0,72
Negócios sociais	0,26	0,04	0,30	0,03	0,03
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,39	0,47	0,87	0,04	0,90
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,20	0,64	0,31	0,01	0,10
Recursos humanos	0,81	0,20	0,54	0,08	0,10
Investimentos realizados e a realizar	0,86	0,47	0,39	0,13	0,90
Pesquisa e desenvolvimento	0,27	0,73	0,89	0,31	0,47
Novos produtos e serviços	0,89	0,25	0,85	0,93	0,31
Meio ambiente	0,30	0,22	0,61	0,49	0,38
Reformulações administrativas	0,71	0,07	0,48	0,79	0,50
Direitos dos acionistas	0,31	0,58	0,53	0,65	0,90
Perspectivas futuras	0,48	0,88	0,63	0,04	0,32
Balanço social	0,58	0,48	0,39	0,74	0,71
Fluxo de caixa	0,13	0,23	0,10	0,88	0,90
Valor adicionado	0,08	0,23	0,76	1,00	0,80
Audidores independentes	0,38	0,94	0,83	0,75	-
Tipo de parecer	0,15	0,57	0,51	0,74	0,21
Auditoria	0,06	0,32	0,11	0,52	1,00
Tipo de controlador	0,08	0,48	-	-	-
Acordo de acionistas	0,98	0,96	0,66	0,85	0,06
Unificação de cargos					

Tabela 14: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável volume, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	VOLUME						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,57	0,25	0,39	0,75	0,69	0,19	0,57
Negócios sociais	0,34	0,39	0,05	0,04	0,09	0,97	0,89
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,48	0,75	0,79	0,77	0,63	0,96	0,90
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,66	0,83	0,73	0,88	0,78	0,84	0,48
Recursos humanos	0,54	0,28	0,09	0,62	0,35	0,47	0,48
Investimentos realizados e a realizar	0,03	0,05	0,08	0,23	0,88	0,38	0,90
Pesquisa e desenvolvimento	0,98	0,80	0,09	0,94	0,44	0,01	0,05
Novos produtos e serviços	0,69	0,95	0,84	0,18	0,26	0,86	0,86
Meio ambiente	0,03	0,35	0,96	0,61	0,44	0,24	0,46
Reformulações administrativas	0,72	0,67	0,87	0,23	0,69	0,84	0,95
Direitos dos acionistas	0,02	0,04	0,13	0,09	0,35	0,88	0,90
Perspectivas futuras	0,86	0,46	0,20	0,31	0,70	0,35	0,78
Balanço social	0,56	0,08	0,02	0,22	0,23	0,75	0,72
Fluxo de caixa	0,44	0,70	0,92	0,53	0,13	0,45	0,54
Valor adicionado	0,80	0,74	0,10	0,45	0,88	0,60	0,41
Audidores independentes	0,08	0,17	0,28	0,42	0,09	0,54	-
Tipo de parecer	0,18	0,41	0,25	0,78	0,26	0,26	0,71
Auditoria	0,44	0,63	0,21	1,00	0,11	0,12	0,47
Tipo de controlador	0,69	0,26	0,62	0,33	-	-	-
Acordo de acionistas	0,07	0,26	0,35	0,22	0,25	0,37	0,52
Unificação de cargos	0,25	0,58	0,79	0,60	0,78	0,36	0,24

Tabela 15: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável *turnover*, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	TURNOVER					
	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,93	0,47	0,23	0,26	0,29	0,16
Negócios sociais	0,87	0,79	0,21	0,53	0,39	0,62
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,39	0,39	0,68	0,77	0,55	0,39
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,53	0,63	0,89	0,78	0,49	0,76
Recursos humanos	0,58	0,39	0,67	0,82	0,14	0,14
Investimentos realizados e a realizar	0,29	0,03	0,08	0,35	0,19	0,39
Pesquisa e desenvolvimento	0,80	0,68	0,42	0,68	0,49	0,95
Novos produtos e serviços	0,94	0,41	0,30	0,11	0,65	0,47
Meio ambiente	0,32	0,06	0,07	0,51	0,57	0,79
Reformulações administrativas	0,20	0,99	0,45	0,41	0,64	0,74
Direitos dos acionistas	0,30	0,03	0,04	0,12	0,65	0,39
Perspectivas futuras	0,81	0,96	0,73	0,47	0,04	0,18
Balanço social	0,48	0,33	1,00	0,73	0,22	0,20
Fluxo de caixa	0,16	0,44	0,89	0,58	0,65	0,54
Valor adicionado	0,29	0,56	0,56	0,42	0,46	0,52
Audidores independentes	0,79	0,11	0,24	0,12	0,54	-
Tipo de parecer	0,37	0,61	0,57	0,22	0,37	0,90
Auditoria	0,46	0,16	0,37	0,10	0,10	0,86
Tipo de controlador	0,38	0,83	0,54	-	-	-
Acordo de acionistas	0,86	0,30	0,40	0,35	0,07	0,16
Unificação de cargos	0,52	0,82	0,97	0,53	0,41	0,14

Tabela 16: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável endividamento geral, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	ENDIVIDAMENTO GERAL
	Ano 1
Emissão de debêntures	0,41
Negócios sociais	0,32
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,09
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,03
Recursos humanos	0,92
Investimentos realizados e a realizar	0,66
Pesquisa e desenvolvimento	0,42
Novos produtos e serviços	0,46
Meio ambiente	0,87
Reformulações administrativas	0,97
Direitos dos acionistas	0,86
Perspectivas futuras	0,91
Balanço social	0,19
Fluxo de caixa	0,81
Valor adicionado	0,05
Auditores independentes	0,42
Tipo de parecer	0,57
Auditoria	0,42
Tipo de controlador	0,06
Acordo de acionistas	0,21
Unificação de cargos	0,58

Tabela 17: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável financiamento do ativo, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	FINANCIAMENTO DO ATIVO	
	Ano 1	Ano 2
Emissão de debêntures	0,42	0,41
Negócios sociais	0,29	0,39
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,16	0,08
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,07	0,02
Recursos humanos	0,99	0,94
Investimentos realizados e a realizar	0,63	0,72
Pesquisa e desenvolvimento	0,50	0,60
Novos produtos e serviços	0,51	0,17
Meio ambiente	0,73	0,98
Reformulações administrativas	0,97	0,79
Direitos dos acionistas	0,89	0,96
Perspectivas futuras	1,00	0,74
Balanco social	0,33	0,92
Fluxo de caixa	0,98	0,45
Valor adicionado	0,05	0,02
Audidores independentes	0,35	0,04
Tipo de parecer	0,35	0,59
Auditoria	0,30	0,23
Tipo de controlador	0,04	0,10
Acordo de acionistas	0,28	0,38
Unificação de cargos	0,50	0,26



Tabela 18: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável endividamento de curto prazo, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	ENDIVIDAMENTO DE CURTO PRAZO	
	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,69	0,35
Negócios sociais	0,07	0,09
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,19	0,45
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,42	0,39
Recursos humanos	0,16	0,16
Investimentos realizados e a realizar	0,55	0,45
Pesquisa e desenvolvimento	0,11	0,40
Novos produtos e serviços	0,89	0,64
Meio ambiente	0,08	0,14
Reformulações administrativas	0,82	0,50
Direitos dos acionistas	0,33	0,45
Perspectivas futuras	0,03	0,03
Balanco social	0,26	0,10
Fluxo de caixa	0,37	0,17
Valor adicionado	0,42	0,14
Auditores independentes	0,75	-
Tipo de parecer	0,75	0,90
Auditoria	0,65	0,71
Acordo de acionistas	0,12	0,10
Unificação de cargos	0,52	0,14

Tabela 19: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável financiamento do imobilizado, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	FINANCIAMENTO DO IMOBILIZADO
	Ano 1
Emissão de debêntures	0,52
Negócios sociais	0,64
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,27
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,24
Recursos humanos	0,64
Investimentos realizados e a realizar	0,75
Pesquisa e desenvolvimento	0,49
Novos produtos e serviços	0,78
Meio ambiente	0,31
Reformulações administrativas	0,62
Direitos dos acionistas	0,34
Perspectivas futuras	0,76
Balanço social	0,08
Fluxo de caixa	0,88
Valor adicionado	0,75
Auditores independentes	0,51
Tipo de parecer	0,79
Auditoria	0,46
Tipo de controlador	0,44
Acordo de acionistas	0,10
Unificação de cargos	0,42

Tabela 20: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável tangibilidade das operações, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	TANGIBILIDADE DAS OPERAÇÕES					
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Emissão de debêntures	0,02	0,12	0,49	0,68	0,15	0,01
Negócios sociais	0,30	0,08	0,16	0,98	0,53	0,94
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,41	0,85	0,93	0,74	0,67	0,52
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,66	0,37	0,92	0,97	0,20	0,57
Recursos humanos	0,52	0,33	0,56	0,27	0,77	0,72
Investimentos realizados e a realizar	0,92	0,18	0,08	0,18	0,12	0,10
Pesquisa e desenvolvimento	0,76	0,35	0,85	0,94	0,92	0,49
Novos produtos e serviços	0,71	0,84	0,88	0,91	0,21	0,93
Meio ambiente	0,24	0,15	0,26	0,88	0,48	0,53
Reformulações administrativas	0,37	0,22	0,07	0,23	0,09	0,46
Direitos dos acionistas	0,41	0,98	0,28	0,54	0,19	0,17
Perspectivas futuras	0,57	0,79	0,61	0,43	0,10	0,06
Balço social	0,70	0,26	0,83	0,80	0,40	0,69
Fluxo de caixa	0,03	0,03	0,02	0,12	0,50	0,76
Valor adicionado	0,20	0,14	0,12	0,79	0,63	0,85
Audidores independentes	0,06	0,28	0,79	0,29	0,32	0,05
Tipo de parecer	0,00	0,00	0,03	0,12	0,10	0,00
Auditoria	0,28	0,63	0,41	0,30	0,90	0,93
Tipo de controlador	0,70	0,09	0,10	0,81	-	-
Acordo de acionistas	0,13	0,28	0,24	0,08	0,04	0,01
Unificação de cargos	0,26	0,09	0,08	0,37	0,89	1,00

Tabela 21: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável receita líquida, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	RECEITA LÍQUIDA						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,85	0,91	0,51	0,52	0,44	0,18	0,57
Negócios sociais	0,24	0,16	0,01	0,18	0,14	0,07	0,09
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,24	0,88	0,40	0,43	0,38	0,41	0,26
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,33	0,84	0,35	0,33	0,34	0,14	0,14
Recursos humanos	0,43	0,30	0,29	0,87	0,50	0,32	0,39
Investimentos realizados e a realizar	0,78	0,06	0,16	0,22	0,14	0,19	0,26
Pesquisa e desenvolvimento	0,94	0,81	0,45	0,73	0,83	0,04	0,05
Novos produtos e serviços	0,51	0,43	0,64	0,61	0,42	0,65	0,58
Meio ambiente	0,56	0,75	0,06	0,61	0,67	0,01	0,04
Reformulações administrativas	0,83	0,78	0,79	0,25	0,23	0,55	0,84
Direitos dos acionistas	0,23	0,60	0,85	0,78	0,82	0,17	0,26
Perspectivas futuras	0,79	0,37	0,42	0,16	0,08	0,00	0,01
Balço social	0,34	0,73	0,75	0,52	0,93	0,54	0,20
Fluxo de caixa	0,13	0,08	0,29	0,91	0,23	0,10	0,11
Valor adicionado	0,95	0,78	0,17	0,55	0,44	0,02	0,03
Audidores independentes	0,94	0,76	0,28	0,91	0,53	0,56	-
Tipo de parecer	0,09	0,39	0,51	0,67	0,59	0,75	0,71
Auditoria	0,31	0,36	0,39	0,85	0,75	0,82	0,71
Tipo de controlador	0,50	0,85	0,15	0,17	-	-	-
Acordo de acionistas	0,13	0,37	0,52	0,35	0,69	0,62	0,52
Unificação de cargos	0,43	0,15	0,10	0,87	0,43	0,86	0,70

Tabela 22: Valores das significâncias para o teste de Mann-Whitney da variável ativo total, em cada um dos períodos de variação, segundo as variáveis de governança corporativa nominais.

VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA	ATIVO TOTAL						
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7
Emissão de debêntures	0,14	0,15	0,53	0,37	0,02	0,03	0,89
Negócios sociais	0,22	0,26	0,65	0,63	0,36	0,47	0,32
Investimentos em coligadas e/ou controladas	0,55	0,99	0,43	0,57	0,97	0,41	0,17
Comentários sobre a conjuntura econômica	0,16	0,23	0,98	0,85	0,52	0,63	0,94
Recursos humanos	0,82	0,98	0,85	0,52	0,21	0,32	0,31
Investimentos realizados e a realizar	0,92	0,66	0,76	0,51	0,39	0,10	0,17
Pesquisa e desenvolvimento	0,99	0,84	0,77	0,72	0,89	0,17	0,80
Novos produtos e serviços	0,79	0,64	0,54	0,52	0,98	0,72	1,00
Meio ambiente	0,56	0,26	0,72	0,67	0,48	0,45	0,84
Reformulações administrativas	0,40	0,45	0,66	0,24	0,19	0,20	0,10
Direitos dos acionistas	0,95	0,70	0,46	0,34	0,59	0,13	0,17
Perspectivas futuras	0,66	0,54	0,32	0,69	0,41	0,55	0,67
Balanço social	0,73	0,38	0,72	0,35	0,60	0,52	0,72
Fluxo de caixa	0,91	0,45	0,36	0,11	0,07	0,10	0,11
Valor adicionado	0,10	0,15	0,71	0,96	0,60	0,22	0,23
Audidores independentes	0,86	0,84	0,61	0,66	0,30	0,04	-
Tipo de parecer	0,11	0,07	0,17	0,11	0,03	0,01	0,17
Auditoria	0,84	0,84	0,60	0,74	0,50	0,36	0,27
Tipo de controlador	0,05	0,04	0,38	0,81	-	-	-
Acordo de acionistas	0,75	0,71	0,34	0,21	0,06	0,16	0,37
Unificação de cargos	0,98	0,82	0,57	0,87	0,82	0,58	0,82

**Apêndice C: Valores e significâncias dos coeficientes dos modelos de regressão estimados, incluindo as variáveis de controle.**

Tabela 1: Valores e significâncias dos coeficientes dos modelos de regressão estimados para o primeiro ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS INDEPENDENTES E VARIÁVEIS DE CONTROLE																	
	CONSTANTE		Índice de governança		% ações do acionista controlador		Independência do conselho		% de ações do maior acionista		% de ações dos 5 maiores acionistas		Receita líquida		Ativo total		Payout	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	3,82	0,69																
Liquidez corrente	3,88	0,68																
ROE																		
Q de Tobin	0,15	0,00							0,28	0,01								
Liq. em bolsa																		
Preço da ação	-0,12	0,46			0,23	0,03												
Beta	-0,006	0,96																
Volume																		
Endiv. geral	-0,44	0,00			0,34	0,00					0,29	0,00					0,22	0,02
Financ. ativo	-0,28	0,00			-0,39	0,00								-0,37	0,00		0,20	0,03
Financ. imob.																		
Tang. oper.	-0,004	0,90											-0,43	0,00				

Tabela 2: Valores dos coeficientes de determinação ajustado para o primeiro ano.

<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>	<b>R<sup>2</sup> AJUSTADO</b>
Liquidez geral	0,099
Liquidez corrente	0,105
Q de Tobin	0,067
Preço/VPA	0,043
Beta	0,068
Endividamento geral	0,209
Financiamento do ativo	0,282
Tangibilidade das operações	0,182

Tabela 3: Valores e significância dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão estimados para o primeiro ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	TESTE F		KS		PESARAN PESARAN		DURBIN WATSON	TOL	FIV
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.			
Liquidez geral	6,59	0,01	3,29	0,00	3,17	0,00	1,84		
Liquidez corrente	10,75	0,00	3,31	0,00	3,17	0,00	1,84		
Q de Tobin	6,97	0,01	2,27	0,00	0,33	0,74	2,09		
Preço/VPA	4,72	0,03	2,61	0,00	1,07	0,28	1,73		
Beta	7,07	0,00	2,31	0,00	8,02	0,00	2,14		
Endivid. geral	8,32	0,00	0,98	0,28	-1,34	0,18	1,85	0,97	1,03
Financ. ativo	11,86	0,00	1,04	0,22	-0,52	0,60	1,94	0,97	1,03
Tang. Oper	19,43	0,00	2,20	0,00	-0,09	0,92	1,88		



Tabela 4: Valores e significâncias dos coeficientes dos modelos de regressão estimados para o segundo ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	VARIÁVEIS INDEPENDENTES E VARIÁVEIS DE CONTROLE																	
	CONSTANTE		Índice de governança		% ações do acionista controlador		Independência do conselho		% de ações do maior acionista		% de ações dos 5 maiores acionistas		Receita líquida		Ativo total		Payout	
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.
Liquidez geral	3,82	0,69									-0,34	0,01						
Liquidez corrente	3,88	0,68									-0,34	0,00						
ROE									0,28	0,01								
Q de Tobin	0,15	0,00																
Liq. em bolsa																		
Preço da ação	-0,12	0,46			0,23	0,03												
Beta	-0,006	0,96																
Volume																		
Endiv. geral	-0,44	0,00			0,34	0,00					0,29	0,00					0,22	0,02
Financ. ativo	-0,28	0,00			-0,39	0,00								-0,37	0,00		0,20	0,03
Financ. imob.																		
Tang. oper.	-0,004	0,90											-0,43	0,00				

Tabela 5: Valores dos coeficientes de determinação ajustado para o segundo ano.

<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>	<b>R<sup>2</sup> AJUSTADO</b>
Liquidez geral	0,097
Liquidez corrente	0,094
Preço/VPA	0,105
<i>Turnover</i>	0,044
Financiamento do ativo	0,131

Tabela 6: Valores e significância dos testes dos pressupostos dos modelos de regressão, estimados para o segundo ano.

VARIÁVEIS DEPENDENTES	TESTE F		KS		PESARAN PESARAN		DURBIN WATSON	TOL	FIV
	Valor	Sig.	Valor	Sig.	Valor	Sig.			
Liquidez geral	9,86	0,00	3,44	0,00	3,75	0,00	2,00		
Liquidez corrente	9,62	0,00	3,23	0,00	3,75	0,00	2,00		
Preço/VPA	5,89	0,00	2,09	0,00	3,89	0,00	1,22	0,95	1,04
<i>Turnover</i>	4,79	0,03	3,09	0,00	2,78	0,00	2,03		
Financ. ativo	7,25	0,00	1,08	0,18	-0,50	0,61	1,82	1,00	1,00