

**Relatório Final de Pesquisa  
(PIBIC – 2007/2008)**

**Mariana Novaes Perniqueli  
Orientador: William Eid Júnior**

**Informação, transparência, governança e  
desempenho de empresas**

**São Paulo  
Agosto  
2008**

## SUMÁRIO

1. Introdução.....	03
2. Objetivo.....	04
3. Referencial Teórico.....	05
4. Metodologia.....	07
4.1. Hipótese.....	07
4.2. Variáveis do Modelo.....	07
4.2.1. Variáveis Independentes.....	07
4.2.2. Variáveis Dependentes.....	09
4.3. Amostra.....	10
5. Resultados.....	12
5.1. Regressão I – LAJIDA.....	12
5.2. Regressão II – Retorno sobre Patrimônio Líquido.....	13
5.3. Regressão II – Lucro por Ação.....	14
6. Conclusão.....	15
7. Anexos.....	17
7.1. Tabela de dados.....	17
7.2. Gráficos de Resíduos.....	21
7.2.1. LAJIDA.....	21
7.2.2. Retorno sobre Patrimônio Líquido.....	21
7.2.3. Lucro por Ação.....	22
7.3. Tabela – ANOVA.....	22
7.3.1. LAJIDA.....	22
7.3.2. Retorno sobre Patrimônio Líquido.....	23
7.3.3. Lucro por Ação.....	23
8. Bibliografia.....	24

## 1. Introdução

A discussão sobre Governança Corporativa surgiu nos anos 90, com o desenvolvimento no mercado de capitais, da necessidade de se criar mecanismos de proteção aos acionistas minoritários.

Vários estudos surgiram sobre o assunto com o intuito de apontar como a adesão de mecanismo de Governança Corporativa afeta tanto o valor das ações da empresa quanto seu desempenho financeiro.

Este relatório tem como finalidade apresentar os resultados da pesquisa “Informação, transparência, governança e desempenho de empresas”, que tem como objeto o estudo dos efeitos da adesão da “boa Governança Corporativa” por empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, em seu desempenho.

## 2. Objetivo

Este relatório tem como objetivo mostrar os resultados da pesquisa “Informação, Transparência, governança e Desempenho de Empresas”, assim como expor os modelos de regressão que indiquem a relação entre o desempenho financeiro e as boas práticas de Governança Corporativa nas empresas brasileiras.

### 3. Referencial Teórico

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) fornece a seguinte descrição para Governança Corporativa:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Levando em conta tal descrição, podemos dizer que a Governança Corporativa surgiu da necessidade de tratar do problema da agência, que trata do desnivelamento da informação entre os acionistas e os agentes. Tal resposta também é uma consequência do grande crescimento do mercado de capitais ao redor do mundo.

A Governança Corporativa tornou-se um assunto notório no cenário brasileiro nos últimos anos, devido ao crescimento do mercado financeiro, entretanto é um assunto bastante debatido internacionalmente. Muitos estudos procuram mostrar as vantagens de se aderir à chamada “boa Governança Corporativa”, colocando como resultado da prática de Governança Corporativa o aumento do valor da empresa.

Segundo Coles, McWilliams e Sen (2001, 23–50), a principal questão, quanto à Governança Corporativa, é como atualizar a estrutura da empresa, de maneira a adotar mecanismos de Governança Corporativa. Os autores chegam à conclusão que adoção dos mecanismos afeta positivamente a performance financeira da empresa, entretanto apontam que a relação do desempenho da empresa com o da indústria prejudica a análise.

Em outro estudo, Mayer (1997, 152–176), descreve os cinco canais pelos quais a Governança Corporativa pode influenciar a performance da empresa. Esses canais são incentivos aos administradores, “disciplining”, reestruturação, investimentos e comprometimento/confiança. Elas melhoraram o desempenho da empresa ao longo prazo, pois alinham os interesses dos acionistas e dos administradores, de maneira a neutralizar o problema da agência.

Focando no cenário brasileiro, a tema ganhou importância com o crescimento da captação de recursos por meio da oferta pública de ações, uma maneira que as empresas nacionais pouco usavam, mas que cresceu nesses últimos anos, o que pode ser percebido com o crescente número de IPO's (sigla em inglês para oferta pública de ações). Junto com essa nova atitude por parte das empresas, também colaborou com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro o crescimento do interesse dos investidores pelo mercado acionário no Brasil, pouco significativo até os anos 90.

Um ponto importante no avanço para o desenvolvimento do mercado de capitais foi a reforma da Lei das S.A., Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. Foram colocados mecanismos de proteção para os acionistas minoritários. Porém a lei ainda é precária, uma vez que mecanismos como o "*tag along*" foram excluídos do texto.

Talvez, o maior avanço no mercado de capitais brasileiro foi a criação dos Novo Mercado, categoria de empresas com ações na Bovespa que aderem a mecanismo de proteção ao acionista minoritário exigidos pela mesma, deu outra abordagem para o tema, mostrando que empresas que se mostram adeptas a Governança Corporativas têm maior valor de mercado.

## 4. Metodologia

Este estudo propõe a criação de um modelo de regressão que aponte a relação dos mecanismos de Governança Corporativa com a performance da empresa. Esclarecendo como a adoção da “boa Governança Corporativa” pode afetar a performance financeira da empresa.

### 4.1. Hipótese

A adoção de mecanismos de proteção ao acionista minoritário tem como intento o aumento do valor da empresa, todavia diversos estudos mostram que tais mecanismos proporcionam melhores performances financeiras, dessa maneira espera-se que ao aderir a tais práticas a empresa aprimore sua performance financeira. Sendo assim, este estudo tem como hipótese:

**H1: A adoção de práticas de Governança Corporativa tem relação positiva com a performance da empresa.**

Com modelo de regressão proposto, pretende-se provar se tal hipótese é falsa ou não, mostrando então se a prática de mecanismo de Governança Corporativa aprimora o desempenho financeiro das empresas.

### 4.2. Variáveis do Modelo

Para a composição do modelo, são sugeridas a variáveis abaixo, que seguem os principais mecanismos de governança adotado por empresas brasileiras.

#### 4.2.1. Variáveis Independentes

- Comitês Consultivos (comitês que tem como objetivo auxiliar o Conselho de Administração em determinados temas) – como o propósito dos comitês é esclarecer possíveis dúvidas do Conselho Administrativo, a existência dos comitês deve tornar as decisões dos últimos anos mais sólidas, possibilitando uma melhor atuação, por isso espera-se que a presença de um comitê consultivo melhore a

performance financeira da empresa. Caso não haja comitês na empresa x será igual a zero, caso haja será igual ao número de comitês consultivos.

- Remuneração variável para altos executivos (remuneração dos principais executivos da empresa com uma parcela ligada a performance da empresa) – uma vez que a remuneração do executivo está ligada à performance da empresa, espera-se que o executivo dê maior importância às consequências das decisões que podem vir a afetar o lucro da empresa, ou seja, tomara mais cuidado com suas decisões. Se os executivos da empresa tiverem parte de suas remunerações variável, x será igual a um, caso contrário será igual a zero. Acredita-se que a remuneração variável está positivamente relacionada à performance da empresa.
- *Dow Jones Sustainability World Index* (índice que premia empresas com sustentabilidade corporativa) – por se tratar de um índice que inclui apenas empresas que busquem a sustentabilidade, sua presença afetaria positivamente a performance da empresa. Caso a empresa tenha o *Dow Jones Sustainability World Index* x será igual a um, caso contrário será igual a zero.
- Índice de Sustentabilidade Empresarial – Bovespa (índice que é composto de empresas que representam um investimento socialmente correto) – assim como o *Dow Jones Sustainability World Index*, este índice seleciona empresas que tem como um de seus propósitos a sustentabilidade, dessa maneira sua presença afetaria positivamente a performance da empresa. Se a empresa for parte do Índice de Sustentabilidade da Bovespa x será igual a um, caso contrário será igual a zero.
- Existência de Código de Ética Corporativo (veiculação dos valores da empresa) – um Código de Ética Corporativo é uma maneira de difundir os valores da empresa entre seus funcionários, alinhando todos para um mesmo objetivo, por isso se considera que sua existência esteja positivamente relacionada à performance da empresa. Na existência de um código de ética, x será igual a um, o contrário x será igual a zero.
- Web site de relações com o investidor – consiste em meio de comunicação dinâmico com os investidores, possibilitando que estes estejam sempre a par do



que acontece na empresa. Na existência do website, x será igual a um, caso contrário igual a zero.

- Concessão de *tag along* – talvez, um dos mecanismo mais importantes de proteção ao pequeno investidor, pois o acionista minoritário na eventual venda da empresa pelo acionista controlador. Na concessão de *tag along* x será igual a um, caso contrário igual a zero.
- Conselho Fiscal permanente – manutenção ininterrupta do conselho, órgão considerado de defesa do acionista, pois fiscaliza a administração da empresa. Segunda a lei, o conselho pode ou não ser estabelecido. Na existência permanente do Conselho Fiscal, x será igual a dois, caso seja esporádica x será igual a um, na não falte de um conselho fiscal x será igual a zero.
- Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Novo Mercado Bovespa – as empresas listadas nesses mercados se comprometem a manter certos padrões de Governança Corporativa, de acordo com os pré-requisitos do mercado em que a empresa está inscrita. Pressupõe-se que ao aderir aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado as empresas terão um impacto positivo em suas performance, uma vez que fazem um compromisso legal em praticar a Governança Corporativa. Na utilização desses variável preferiu-se utilizá-la quebrada em três variáveis. A primeira Nível um, sendo um para as empresas listadas neste nível e zero para as outras. A segunda Nível dois, sendo um para as empresas listadas neste nível e zero para outras, exatamente como no anterior. E por fim Novo Mercado, empresas listadas neste mercado receberam um, as restante zero. Espera se que ao ser listada em um dos mercados citados a empresa apresente uma performance financeira mais elevada.

#### 4.2.2. Variáveis Dependentes

Para as variáveis dependentes foram escolhidas LAJIDA, rentabilidade patrimonial e lucro por ação, sendo que três modelos foram montados, possibilitando uma comparação entre os resultados.

- LAJIDA (EBITDA) (R\$MM) – Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização – este indicador financeiro mostra o lucro referente somente ao negócio da empresa. Analisando somente o negócio pode se indicar no que as praticas de Governança Corporativa estariam relacionadas a performance da empresa, no que diz respeito ao negócio. Para chegar ao LAJIDA utiliza-se o seguinte cálculo:

$$LAJIDA = LucroBruto - DespesasOperacionais + Depreciação + Amortizações$$

- Rentabilidade Patrimonial (inicial) (%) – mostra a rentabilidade da empresa comparando com o valor do patrimônio líquido no início do exercício. O calculo para obter o retorno sobre patrimônio líquido é:

$$RetornoPatrimônioLíquido = \frac{LucroLíquido}{PatrimônioLíquido}$$

- Lucro por Ação (R\$): mostra quanto foi o lucro por ação da empresa, ou seja, o que caberia a cada acionista. Para obter o lucro por ação:

$$LucroPorAção = LucroLíquido / N^{\circ} deAçõesEmitidas$$

### 4.3. Amostra

Inicialmente foram escolhidas 115 empresas para compor a amostra, todas de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, todas as empresas deveriam estar listadas a pelo menos um ano. O período de um ano de listagem foi considerado devido as mudanças que ocorrem na companhia após a abertura de capital, como por exemplo, a entrada de pequenos investidores, assim como as novas exigências legais que devem ser cumpridas. Como há necessidade de um período de transição, tais empresas foram excluídas da amostra para não existir risco de que os resultados fossem imprecisos.

Após essa primeira seleção, foram selecionadas 72 empresas do primeiro grupo. Esta segunda seleção foi essencialmente para se verificar de todas as empresas possuíam os dados necessários e, se caso possuíssem, esses dados eram confiáveis.

É importante colocar que não foi realizada nenhuma seleção quanto ao tamanho da empresa e/ou a área de atuação, isso porque a possibilidade de adotar as práticas de Governança Corporativa é validada a todos. Isso significa que, uma vez que todas podem praticar Governança Corporativa de forma igualitária, conclui-se que as implicações disso na performance da empresa seriam visíveis em todas, portanto não há necessidade de utilizar tais quesitos.

## 5. Resultados

### 5.1. Regressão I – LAJIDA

Na regressão em que foi utilizada como variável dependente o LAJIDA, o  $R^2$  final é igual a 26,2%, um número bem abaixo do esperado, mostrando que apenas 26,2% do LAJIDA é explicado pelas variáveis de Governança Corporativa.

Somente uma variável de Governança Corporativa permaneceu no modelo, sendo ela o *Dow Jones Sustainability World Index*. A equação final da regressão segue abaixo:

$$LAJIDA(R\$MM) = 321 + 9908 \times (DowJones)$$

O *p-value* relacionado à variável “*Dow Jones Sustainability World Index*” é muito próximo de zero, o que significa que é quase nula a probabilidade do coeficiente para essa variável ser zero.

Entretanto mesmo com um *p-value* considerável o modelo não mostra grande relevância, uma vez que o  $R^2$  da regressão é baixo, mostrando que apesar de existir uma pequena probabilidade dos coeficientes da equação serem zero pouco da variação do LAJIDA seria explicado pela variável de Governança Corporativa.

É importante colocar que o número de empresas brasileiras pertencentes ao “*Dow Jones Sustainability World Index*”, menos de 10% da amostra, o também colabora para esvaziar de credibilidade a regressão, uma vez que é a única variável com *p-value* de valor aceitável para um nível de significância de 10%.

Sendo assim não se pode afirmar que haja uma relação entre o LAJIDA das empresas e a adesão a práticas de Governança Corporativa, uma vez que o modelo não prova a hipótese.

## 5.2. Regressão II – Retorno sobre Patrimônio Líquido.

O segundo modelo apresentado têm  $R^2$  igual a 12,8%, um valor baixo, como o do modelo em que foi utilizado o LAJIDA. Por este valor entende-se que apenas 12,8% do Retorno sobre Patrimônio Líquido pode ser explicado, ou seja, pouquíssimo da variável dependente é explicado pelas variáveis independentes.

A regressão final proposta é composta apenas de uma variável de Governança Corporativa, a “web site de relações com o investidor”. Com exceção a esta variável independente, todas as outras apresentaram *p-value* muito acima do aceitável de 10%, sendo que algumas apresentaram *p-value* acima de 0,8, que mostra que são grandes as chances dos coeficientes relacionados a essas variáveis serem zero.

O *p-value* apresentado pela variável “web site de relações com o investidor” nesta regressão é igual a 0,0028, isso significa que a probabilidade do coeficiente relacionado à variável ser igual zero é menos que 1%.

A equação final da regressão é segue abaixo:

$$Rent.PL(\%) = 81 - 62 \times (WebsiteRI)$$

Uma consideração importante sobre esse modelo é ele apresenta uma relação negativa entre a variável de performance e a de Governança Corporativa, o que significa que ao contrário do que se queria provar a adesão de práticas de Governança Corporativa penaliza a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido da empresa.

O gráfico dos resíduos (em anexo) mostra que a pouca aderência, e também a existência de observações que poderiam ser consideradas *outliers*, entretanto a retirada destas observações não seria suficiente para aumentar a relevância da regressão. Em suma, este modelo mostra pouca relevância e não pode ser utilizado para confirmar a hipótese colocada no início da pesquisa.

### 5.3. Regressão III – Lucro por Ação

A última regressão linear, a com a variável dependente “lucro por ação”, também apresentou um  $R^2$  baixo, com valor igual a 18,3%. Este valor mostra que pouco da variável financeira pode ser explicado pelas variáveis de Governança Corporativa.

Neste modelo, diferentemente dos outros dois últimos, permaneceram duas variáveis na regressão, a primeira “comitês consultivos” e a segunda “web site de relações com o investidor”, sendo a equação final a seguinte:

$$\begin{aligned} \text{LucroPorAção}(R\$) = & 4 \\ & + 2 \times (\text{ComitêsConsultivos}) \\ & - 4 \times (\text{WebsiteRI}) \end{aligned}$$

Os *p-value* apresentados têm valor bastante relevante, sendo o da variável “comitês consultivos” igual a 0,0069 e o da variável “web site de relações com o investidor” igual a 0,0010. Ambos os valores estão dentro do nível de significância de 10% adotado no trabalho, mostrando que dificilmente os coeficientes relacionados seriam zero.

É importante colocar que mais uma vez a variável “web site de relações com o investidor” apresentou coeficiente negativo, penalizando a variável de performance, o contrário do esperado.

Entretanto, como nas outras regressões, o  $R^2$  apresentado é irrelevante, colocando em dúvida o modelo proposto. Não é possível aceitar o modelo, pois com o  $R^2$  obtido não comprova que a relação é forte, ou seja, que as variáveis de governança corporativa propostas não explicam todo o efeito obtido na variável financeira

## 6. Conclusão

É possível verificar atualmente a existência de um intenso debate sobre o tema da “boa Governança Corporativa”, isso devido ao crescimento dos mercados de capitais, tanto no Brasil quanto no mundo.

No Brasil, apesar da discussão ter sido iniciada posteriormente, cresceu muito nos últimos anos, mostrando a importância que o mercado de capitais ganhou. A reforma da Lei das S.A. e a criação do Novo Mercado, são dois marcos no desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil

Os modelos propostos mostram pouca relevância, não sendo possível afirmar que existe uma relação entre a performance da empresa e as variáveis utilizadas de Governança Corporativa. Todos os três modelos apresentaram  $R^2$  abaixo de 30%, o que leva a colocá-los como irrelevantes, pois menos de 30% da variável de performance é explicado pelas variáveis de Governança Corporativa utilizadas na pesquisa. Entretanto existem variadas práticas de Governança Corporativa, sendo que uma pequena parcela delas foi abordada no estudo, sendo assim estudos que utilizam outras variáveis são recomendáveis para que se entenda mais sobre essa possível relação.

É importante colocar que o tempo de adesão às práticas de Governança Corporativa não foi considerado no modelo, uma vez que a proposta inicial era comparar as empresas que utilizam as práticas com as que não utilizam, através de um modelo de regressão estatístico. Entretanto com isso se desconsidera o possível efeito acumulado ao longo do tempo, mostrando a necessidade de estudos que levem em conta este fator.

Considerando o fator tempo, também é importante colocar que as práticas de Governança Corporativa são recentes no Brasil, sendo que a “boa Governança Corporativa” não chegou a sua maturidade no mercado de capitais brasileiro. Este fato também pode ter influenciado os resultados, mostrando que existe a necessidade da realização de mais estudo no futuro, observando os efeitos das práticas de Governança Corporativa na performance da empresa num momento em que estas já estejam mais maduras e que o número de empresas adeptas seja mais expressivo.

Em suma, a Governança Corporativa no Brasil ainda está em sua etapa inicial, mas vem crescendo de maneira surpreendente, como mostram os números de empresas adeptas. Este fato pode ter influenciado as regressões proposta, sendo que não foi possível comprovar qualquer relação entre a performance da empresa e a práticas de Governança Corporativa. Entretanto é importante ressaltar que ainda há espaço para outros estudos sobre o assunto.



## 7. Anexos

### 7.1. Tabela de dados

	Cod.	LAJIDA (R\$MM)	Retorno sobre PL (inicial) (%)	Lucro por Ação (R\$)	Comitês Consultivos	Remuneração variável para altos executivos	Dow Jones Sustainability World Index
1	ABNB3	122,264	30,60	1,4372400	0	0	0
2	ABYA3	- 3,224	15,10	0,5307952	0	0	0
3	AELP3	41,802	15,00	1,9855029	0	0	0
4	ALLL3	141,172	8,60	0,0747100	1	1	0
5	ARCZ5	986,959	19,90	0,9903249	1	1	1
6	ARLA3	0,304	- 8.059,10	- 1,3017937	0	0	0
7	ATBS3	53,721	- 564,00	- 0,6061223	0	0	0
8	AVIL3	515,425	48,40	0,0961949	0	0	0
9	AZEV3	- 0,542	- 1.428,10	2,1111111	0	0	0
10	BAHI3	1,201	358,50	6,4864497	0	0	0
11	BEMA3	0,870	- 2,90	- 0,1037851	1	0	0
12	BOBR3	83,716	- 117,60	1,7160085	0	0	0
13	BRKM3	1.730,412	10,60	1,2550192	1	1	0
14	B RTP3	- 17,227	12,80	1,8646279	1	1	0
15	BTOW3	334,850	17,90	0,5551896	1	0	0
16	CGAS3	983,809	42,20	3,6970448	0	0	0
17	CIQU3	11,886	2,00	0,1547619	0	0	0
18	CRUZ3	1.275,226	54,00	2,9695607	1	0	0
19	CSAN3	190,938	16,80	1,3154045	0	0	0
20	CSNA3	113,632	30,30	2,4869642	1	1	0
21	CTNM3	- 8,952	- 14,80	- 2,2077823	0	0	0
22	CYRE3	22,027	21,70	1,1870088	1	0	0
23	DROG3	34,565	17,80	0,3445496	0	0	0
24	DSUL3	40,475	18,50	1,2652286	1	1	0
25	DURA3	445,227	22,80	2,4673507	1	1	0
26	DXTG3	44,213	14,20	0,1459438	0	0	0
27	ECOD3	558,131	22,80	2,4690619	0	0	0
28	ELET3	- 1.061,883	2,00	1,3703925	0	0	0
29	EMBR3	401,152	11,40	0,8009954	0	0	0
30	ENBR3	- 45,444	11,80	2,6574579	1	1	0
31	ETER3	1.123,047	11,90	2,6791203	1	1	0
32	GGBR3	- 76,302	23,00	1,7266980	1	1	0
33	GOLL3	- 8,436	13,00	1,3273637	1	1	0

Informação, Transparência, Governança e Desempenho de Empresas

34	GRND3	206,531	12,80	1,2569100	1	0	0
35	IGTA3	52,543	18,90	0,8174004	0	0	0
36	JOPA3	57,517	15,90	2,0857116	0	0	0
37	KLBN3	64,204	15,90	2,0857116	0	0	0
38	LEVE3	241,845	24,00	3,4863729	0	0	0
39	LIGT3	- 5,382	71,40	5,2945370	1	1	0
40	LREN3	264,744	28,70	1,2819496	0	1	0
41	LUPA3	- 5,051 -	20,00	- 1,0389805	0	0	0
42	MAGG3	144,996	14,10	0,0025571	0	0	0
43	MDIA3	179,804	9,30	0,7038787	1	1	0
44	MEDI3	26,431	2,70	0,1963337	1	0	0
45	MEND3	39,221	12,90	24,3697740	1	0	0
46	MNDL3	47,128	3,00	0,0680998	0	0	0
47	NATU3	592,814	70,20	1,0656439	1	1	0
48	ODPV3	54,800	24,20	1,8658039	0	0	0
49	OHLB3	- 12,793	11,40	1,0869370	0	0	0
50	PCAR3	802,686	4,40	0,9252321	1	1	0
51	PETR3	37.225,757	22,20	2,5106565	1	1	1
52	PFRM3	65,437	8,50	0,9416529	0	0	0
53	POMO3	89,778	24,00	0,5808293	0	0	0
54	POSI3	96,372	20,60	0,7516627	0	0	0
55	PRGA3	- 6,487	15,50	1,7550523	1	1	0
56	PSSA3	178,242	27,40	1,8204064	1	0	0
57	PTBL3	5,093 -	79,40	- 0,2834242	0	0	0
58	RAPT3	119,849	32,70	1,0773979	0	0	0
59	RENT3	341,012	41,50	0,7783132	1	1	0
60	ROMI3	98,773	18,90	0,8174004	1	0	0
61	RSID3	- 37,817	12,20	0,8407312	1	1	0
62	SDIA3	577,009	27,90	1,0226476	1	1	0
63	SUZB3	994,526	13,40	1,7227584	1	0	0
64	TAMM3	- 6,623	8,90	0,8559684	1	1	0
65	TBLE3	1.458,251	37,80	1,6018989	1	0	0
66	TCSL3	- 7,738	1,00	0,0326033	1	0	0
67	TNLP3	- 31,093	24,80	6,0104809	1	1	0
68	UGPA3	0,361	9,40	2,2517805	0	1	0
69	UOLL3	146,564	20,60	0,9104795	0	0	0
70	USIM3	2.758,695	30,50	6,4574953	1	0	1
71	VALE3	7.933,906	51,20	4,1398889	1	1	0

Informação, Transparência, Governança e Desempenho de Empresas

72	ITSA3	-	54,605	26,80	1,0055676	1	1	1
----	-------	---	--------	-------	-----------	---	---	---

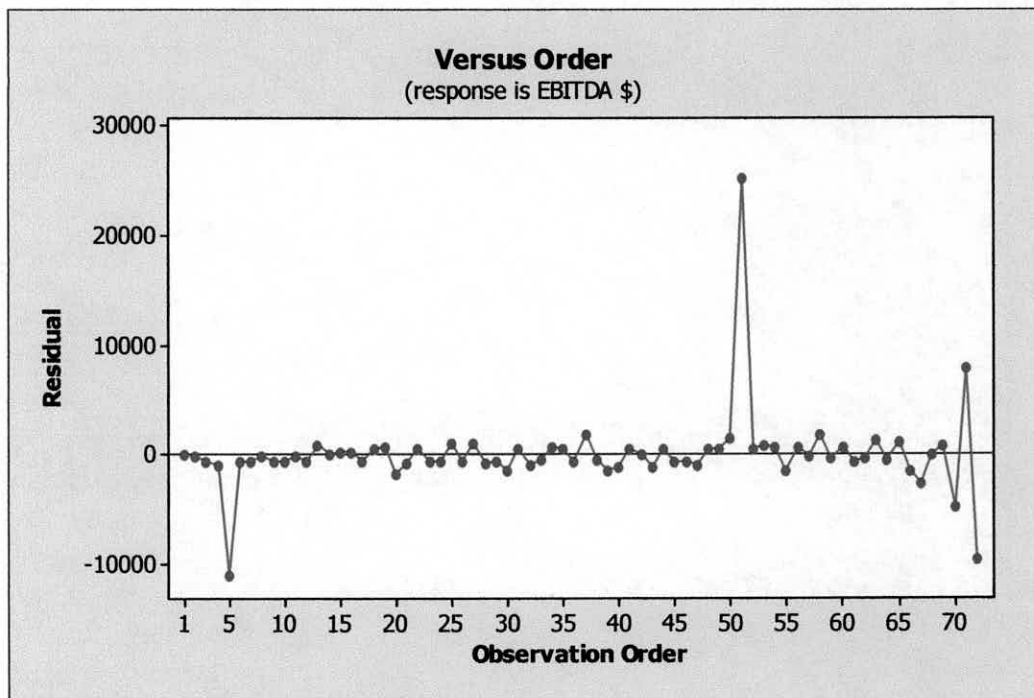
	Índice de Sustentabilidade Empresarial - Bovespa	Existência de Código de Ética Corporativo	Web site de relações com o investidor	Tag Along	Conselho Fiscal Permanente	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
1	0	1	1	1	1	0	0	1
2	0	1	1	1	1	0	0	1
3	0	0	0	0	0	0	0	0
4	0	1	1	1	1	0	1	0
5	1	1	1	1	1	0	0	0
6	0	0	0	0	0	0	0	0
7	0	0	0	0	0	0	0	0
8	0	0	1	0	0	0	0	0
9	0	0	0	0	0	0	0	0
10	0	0	0	0	0	0	0	0
11	0	1	1	1	1	0	0	1
12	0	0	1	0	0	0	0	0
13	1	1	1	1	1	1	0	0
14	0	1	1	1	1	1	0	0
15	0	1	1	1	1	0	0	1
16	0	1	1	0	0	0	0	0
17	0	0	0	0	0	0	0	0
18	0	1	1	0	0	0	0	0
19	0	0	1	1	0	0	0	1
20	0	1	1	1	0	0	0	0
21	0	0	1	0	0	0	0	0
22	0	0	1	1	0	0	0	1
23	0	0	1	1	0	0	0	0
24	0	1	1	1	0	0	0	1
25	0	1	1	0	0	1	0	0
26	0	0	1	1	0	0	0	0
27	0	1	1	1	0	0	0	1
28	1	1	1	0	1	1	0	0
29	1	1	1	1	1	0	0	1
30	1	1	1	1	0	0	0	1
31	0	1	1	1	0	0	0	1
32	1	1	1	1	1	1	0	0
33	0	1	1	1	0	0	1	0
34	0	0	1	0	0	0	0	1

## Informação, Transparência, Governança e Desempenho de Empresas

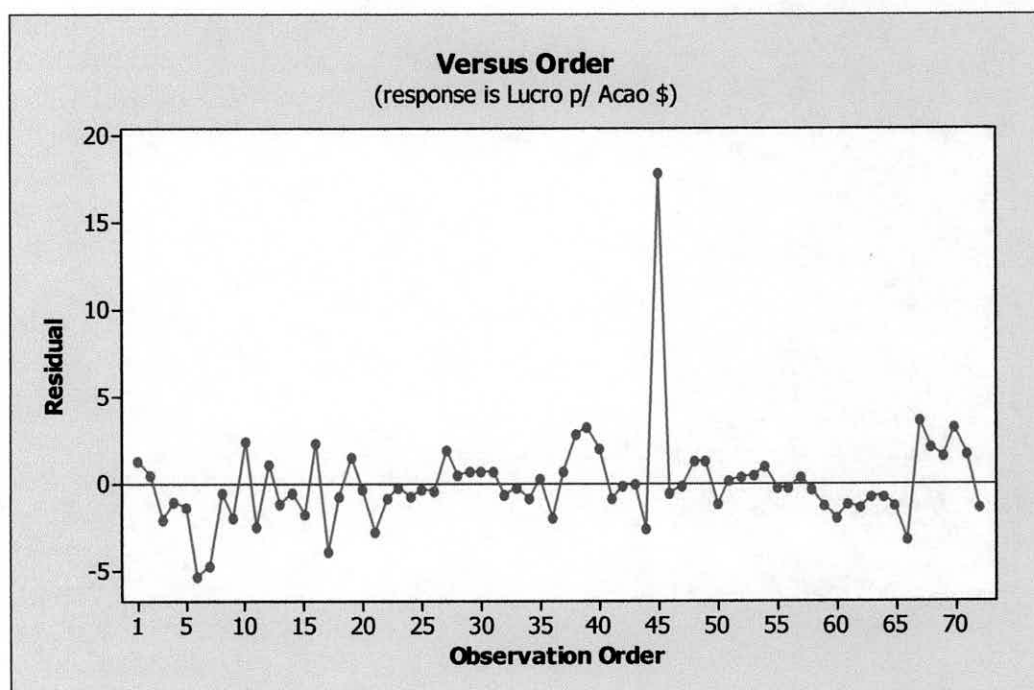
35	0	1	1	1	0	0	0	1
36	0	0	0	0	0	0	0	0
37	0	1	1	0	0	1	0	0
38	0	0	1	0	0	0	0	0
39	1	1	1	1	0	0	0	1
40	0	1	1	0	1	0	0	1
41	0	0	1	1	0	0	0	1
42	0	1	1	1	1	0	0	1
43	0	0	1	1	1	0	0	1
44	0	1	1	1	0	0	0	1
45	0	0	0	0	0	0	0	0
46	0	0	1	0	0	0	0	0
47	1	0	1	1	0	0	0	1
48	0	1	1	1	0	0	0	1
49	0	0	1	1	0	0	0	1
50	0	0	1	0	0	1	0	0
51	1	1	1	1	1	0	0	0
52	0	1	1	1	0	0	0	1
53	0	1	1	0	0	0	1	0
54	0	0	1	1	0	0	0	1
55	1	1	1	1	0	0	0	1
56	0	0	1	1	0	0	0	1
57	0	0	1	1	1	0	0	1
58	0	1	1	0	0	1	0	0
59	0	1	1	1	0	0	0	1
60	0	1	1	1	0	0	0	1
61	0	1	1	1	0	0	0	1
62	1	1	1	0	1	1	0	0
63	1	0	1	0	1	1	0	0
64	0	1	1	1	0	0	1	0
65	1	1	1	1	0	0	0	1
66	0	1	1	0	1	0	0	0
67	0	1	1	0	1	0	0	0
68	0	1	1	1	1	1	0	0
69	0	0	1	0	0	0	1	0
70	0	1	1	1	1	1	0	0
71	0	1	1	1	1	1	0	0
72	1	1	1	1	1	1	0	0

## 7.2. Gráfico de Resíduos:

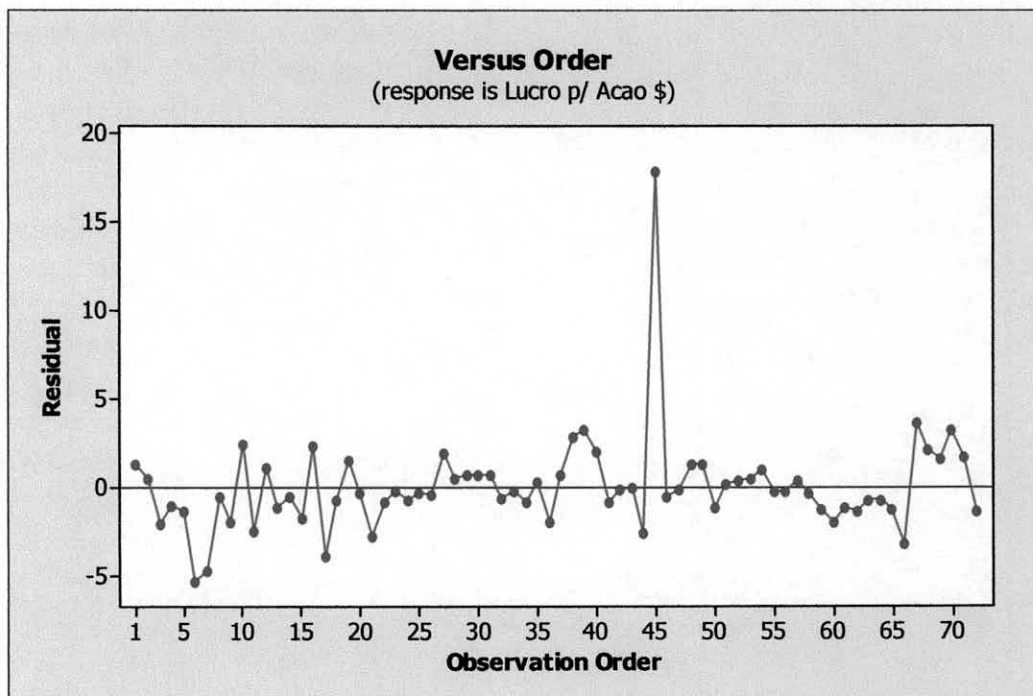
### 7.2.1. LAJIDA



### 7.2.2. Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido



### 7.2.3. Lucro por Ação



### 7.3. Tabela – ANOVA

#### 7.3.1. LAJIDA

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,5117
R-Quadrado	0,2618
R-quadrado ajustado	0,2513
Erro padrão	3865,2041
Observações	72,0000

#### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	370887479	370887479	24,8255	4,3579E-06
Resíduo	70	1045786196	14939802,8		
Total	71	1416673675			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>
Interseção	320,8163	468,7248	0,6844	0,4960	-614,0252	1255,6578
Dow Jones	9908,3852	1988,6311	4,9825	0,0000	5942,1888	13874,5816

### 7.3.2. Retorno sobre Patrimônio Líquido

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,3576
R-Quadrado	0,1279
R-quadrado ajustado	0,1147
Erro padrão	43,1125
Observações	68,0000

#### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	17993,07	17.993,07	9,6805	2,7508E-03
Resíduo	66	122673,30	1.858,69		
Total	67	140666,37			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>
Interseção	80,8600	19,2805	4,1939	0,0001	42,3653	119,3547
Web site	-62,3235	20,0310	-3,1114	0,0028	-102,3166	-22,3304

### 7.3.3. Lucro por Ação

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,4272
R-Quadrado	0,1825
R-quadrado ajustado	0,1588
Erro padrão	2,8670
Observações	72,0000

#### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	17993,07	17.993,07	9,6805	2,7508E-03
Resíduo	66	122673,30	1.858,69		
Total	67	140666,37			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>
Interseção	80,8600	19,2805	4,1939	0,0001	42,3653	119,3547
Web site	-62,3235	20,0310	-3,1114	0,0028	-102,3166	-22,3304

## 8. Bibliografia

- ABYARA. Web site oficial da Abyara Planejamento Imobiliário S.A.. Disponível em <<http://www.abyara.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- ABNOTE. Web site oficial da American Banknote S.A.. Disponível em <<http://www.abnote.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- AES. Web site oficial da AES Elpa S.A.. Disponível em <<http://www.aes.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- ALL. Web site oficial da ALL America Latina Logística S.A.. Disponível em <<http://www.all-logistica.com/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- ARACRUZ. Web site oficial da Aracruz Celulose S.A.. Disponível em <<http://www.aracruz.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- AZEVEDO & TRAVASSOS. Web site Oficial da Azevedo e Travassos S.A.. Disponível em <<http://www.azevedotravassos.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- B2W. Web site oficial da B2W – Companhia Global do Varejo. Disponível em <<http://www.b2winco.com>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BAEHAMA. Web site oficial da Baehma S.A. Disponível em <<http://www.bahepar.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BEMATECH. Web site oficial da Bematech S.A.. Disponível em <<http://www.bematech.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BOMBRIL. Web site oficial da Bombril S.A.. Disponível em <<http://www.bombril.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BOVESPA. Web site oficial da Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/>>. Último acesso em 18 ago. 2008.
- BRASIL. Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº. 6.385, de sete de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- BRASIL ECODIESEL. Web site oficial de Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Bicomustíveis e Óleos Vegetais.S.A.. Disponível em <<http://www.brasilecodiesel.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.



- BRASIL TELECOM. Web site oficial da Brasil Telecom Participações. Disponível em <<http://www.brasiltelecom.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BRASKEM. Web site oficial da Braskem S.A. Disponível em <<http://www.braskem.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- BUSHMANA, Robert e SMITH, Abbie. “*Financial Accounting Information and Corporate Governance*”. Journal of Accounting and Economics, 2001. Vol. 32, p. 237–333.
- CACIQUE. Web site oficial da Cia. Cacique de Café Solúvel. Disponível em <<http://www.cacique.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS. Web site oficial da Cia. Tecidos Norte de Minas Coteminas. Disponível em <<http://www.ctnm.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- COLES, Jerilyn, MCWILLIAMS, Victoria e SEN, Nilanjan. “*An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance*”. Journal of Management, 2001. Vol. 27, p. 23-50.
- COMGÁS. Web site oficial da Cia de Gás de São Paulo. Disponível em <<http://www.comgas.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- CORNETT, Marcia Millon, MARCUS, Alan, SAUNDERS, Anthony e TEHRANIAN, Hassan. “*The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance*”. Journal of Banking & Finance, 2007. Vol. 31, p. 1771–1794.
- COSAN. Web site oficial da COSAN S.A. Indústria e Comércio. Disponível em <<http://www.cosan.com.br/>> Último acesso em 11 ago. 2008.
- CSN. Web site oficial da Cia. Siderúrgica Nacional. Disponível em <<http://www.csn.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- CVM. Web site oficial da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>. Último acesso em 26 nov. 2007.
- CYRELA. Web site oficial da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações. Disponível em <<http://www.cyrela.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.
- DA SILVA, Lilian Simone Aguiar e QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. “*Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto*”. Gestão & Produção, 2006. Vol. 13, p. 385-395.

-DA SILVA, Wesley Mendes e MAGALHÕES, Paulo Azevedo de Oliveira. “*Determinantes da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras na Internet*”. RAE-eletrônica, 2005. Vol. 4, n. 2, art. 19.

-DATASUL. Web site oficial da Datasul S.A.. Disponível em <<http://www.datasul.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-DIXIE TOGA. Web site oficial da Dixie Toga S.A.. Disponível em <<http://www.dixietoga.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-DROGASIL. Web site oficial da Drogasil S.A. Disponível em <<http://www.drogasil.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-DURATEX. Web site oficial da Duratex S.A.. Disponível em <<http://www.duratex.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ECONOMÁTICA. Programa de análise financeira.

-ELETROBRAS. Web site oficial da Centrais Elétricas Brasileiras S.A.. Disponível em <<http://www.elektrobras.com/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-EMBRAER. Web site oficial da Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.. Disponível em <<http://www.embraer.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ENERGIAS DO BRASIL. Web site oficial da Energias do Brasil S.A. Disponível em <<http://www.energiasdobrasil.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ETERNIT. Web site oficial da Eternit S.A.. Disponível em <[www.eternit.com.br/](http://www.eternit.com.br/)>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-FINEGOLD, David, BENSON, George e HECHT, David. “*Corporate Boards and Company Performance: Review of Research in Light of Recent Reforms*”. The Authors, 2007. Vol. 15, p. 865-878.

-GERDAU. Web site oficial da Gerdau S.A. Disponível em <<http://www.gerdau.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-GOL. Web site oficial da GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.. Disponível em <[www.voegol.com.br/](http://www.voegol.com.br/)>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-GRENDENE. Web site oficial da Grendene S.A.. Disponível em <<http://www.grendene.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-GRIFFIN, Jennifer e MAHON, John. *"The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research"*. Business Society, 1997. Vol. 36, p. 5-31.

-GRÜN, Roberto. *"Atores e Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira"*. Revista Brasileira de Ciências Sócios, 2003. Vol. 18, p. 139-161.

-IBGC. Web site oficial do Instituto Brasileiro Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/>>. Último acesso em seis fev. 2008.

-IGUATEMI. Web site oficial da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. Disponível em <<http://www.iguatemi.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-INDÚSTRIAS ARTEB S.A. Web site oficial da Indústrias Arteb S.A. Disponível em <<http://www.arteb.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ITAÚSA. Web site oficial da ITAUSA Investimentos Itaú S.A.. Disponível em <<http://www.itausa.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-JOSAPAR. Web site oficial da Joaquim Oliveira S.A. – Participações. Disponível em <<http://www.josapar.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-KLABIN. Web site oficial da Klabin S.A. Disponível em <<http://www.klabin.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-KLAPPER, Leora e LOVE, Inessa. *"Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets"*. Journal of Corporate Finance, 2004. Vol. 10, p. 703-728.

-LEHMANN, Erik e WEIGAND, Jürgen. *"Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany"*. European Finance Review, 2000. Vol. 4, p. 157-195.

-LIGHT. Website oficial da Light S.A. Disponível em <<http://www.light.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-LOCALIZA. Web site oficial da Localiza Rent a Car S.A.. Disponível em <<http://www.localiza.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-LOJAS RENNEN. Web site oficial da Lojas Renner S.A. Disponível em <<http://www.lojasrenner.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-LUPATECH. Web site oficial da Lupatech S.A.. Disponível em <<http://www.lupatech.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-M.DIAS BRANCO. Web site oficial da M.Dias Branco S.A. Disponível em <<http://www.mdiasbranco.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MAGNESITA. Web site oficial da Magnesita Refratários S.A.. Disponível em <<http://www.magnesita.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MAHLE-METAL LEVE S.A. Web site oficial da Mahle Metal Leve S.A.. Disponível em <<http://www.mahle.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MARCOPOLO. Web site oficial da Marcopolo S.A.. Disponível em <<http://www.marcopolo.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MAYER, Colin. "Corporate Governance, Competition and Performance". Journal of Law and Society, 1997. Vol. 24, p. 152-176.

-MEDIAL SAÚDE. Web site oficial da Medial Saúde S.A. Disponível em <<http://www.medialsaude.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MENDES JÚNIOR. Web site oficial da Mendes Júnior Engenharia S.A.. Disponível em <<http://www.mendesjunior.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-MUNDIAL. Web site oficial da Mundial S.A. Disponível em <<http://www.mundial-sa.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-NATURA. Web site oficial da Natura Cosméticos S.A.. Disponível em <<http://www.natura.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-OHL. Web site oficial da Obrascon Huarte Lain Brasil S.A. Disponível em <<http://www.ohlbrasil.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-OI. Web site oficial da Tele Norte Leste Participações S.A.. Disponível em <<http://www.telemar.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ODONTOPREV. Web site oficial da Odontoprev S.A.. Disponível em <<http://www.odontoprev.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-PÃO DE AÇÚCAR. Web site oficial da Cia. Brasileira de Distribuição. Disponível em <<http://www.paodeacucar.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-PERDIGÃO. Web site oficial da Perdigão S.A.. Disponível em <<http://www.perdigao.com.br/>>.

-PETROBRAS. Web site oficial da Petróleo Brasileiro S.A.. Disponível em <<http://www.petrobras.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-PORTO SEGURO. Web site oficial da Porto Seguro S.A.. Disponível em <<http://www.portoseguro.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-PORTOBELLO. Web site oficial da Portobello S.A.. Disponível em <<http://www.portobello.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-POSITIVO. Web site oficial da Positivo Informática S.A.. Disponível em <<http://www.positivoinformatica.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-PROFARMA. Web site oficial da Profarma Distribuição de Produtos Farmacêuticos S.A.. Disponível em <<http://www.profarma.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-RANDON. Web site oficial da Randon S.A. Implementos e Participações. Disponível em <<http://www.radan.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ROMI. Web site oficial da Indústrias Romi S.A.. Disponível em <<http://www.romi.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ROSSI RESIDENCIAL. Web site oficial da Rossi Residencial S.A.. Disponível em <<http://www.rossiresidencial.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-SADIA. Web site oficial da Sadia S.A.. Disponível em <<http://www.sadia.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-SEBASTIÃO BERGAMINI Jr., Sebastião. *“Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa”*. Revista do BNDES, 2005. Vol. 12, p. 149-188.

-SOUZA CRUZ Web site oficial da Souza Cruz S.A.. Disponível em <<http://www.souzacruz.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-SROUR, Gabriel. *“Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras”*. RBE, 2005. Vol. 59, p. 635-674.

-SUZANO PAPEL. Web site oficial da Suzano Papel E Celulose S.A.. Disponível em <<http://www.suzano.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-TAM. Web site oficial da Tam S.A.. Disponível em <<http://www.tam.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-TIM. Web site oficial da Tim Participações S.A.. Disponível em <<http://www.timpartri.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-TRACTEBEL ENERGIA. Web site oficial da Tractebel Energia S.A.. Disponível em <<http://www.tractebelenergia.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-ULTRAPAR. Web site oficial da ULTRAPAR Participações S.A.. Disponível em <<http://www.ultrapar.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-UOL. Web site oficial da Universo Online S.A.. Disponível em <<http://www.uol.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-USIMINAS. Web site oficial da Usinas Siderúrgicas De Minas Gerais S.A. Disponível em <<http://www.usiminas.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-VALE. Web site oficial da Cia. Vale do Rio Doce. Disponível em <<http://www.vale.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.

-VILLARES. Web site oficial da Aços Villares S.A.. Disponível em <<http://www.villares.com.br/>>. Último acesso em 11 ago. 2008.