

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Especialização em Estatística com Ênfase em Indústria e Mercado

**Inferência sobre os níveis de endividamento entre empresas listadas no
mercado tradicional e nos níveis diferenciados de Governança Corporativa
entre 2009 e 2013**

Reinilson Rodrigues da Silva Junior

Belo Horizonte
2015

Inferência sobre os níveis de endividamento entre empresas listadas no mercado tradicional e nos níveis diferenciados de Governança Corporativa entre 2009 e 2013

Monografia apresentada ao Departamento de Estatística da Universidade Federal de Minas Gerais, como parte dos requisitos para obtenção do título de Especialista em Estatística

Área de Concentração: Indústria e Mercado

Aluno: Reinilson Rodrigues da Silva Junior

Orientadora: Professora: Sueli Aparecida Mingoti – Ph. D.em Estatística

Belo Horizonte

2015

Inferência sobre os níveis de endividamento entre empresas listadas no mercado tradicional e nos níveis diferenciados de Governança Corporativa entre 2009 e 2013

Resumo: Esta pesquisa buscou identificar se, dependendo do nível de Governança Corporativa assumido pelas organizações, a sua estrutura de endividamento se dá de forma diferenciada nos níveis de Endividamento Total, Endividamento Curto Prazo e Endividamento Longo Prazo. A amostra deste estudo contou com 124 empresas brasileiras distribuídas em três níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e Mercado Tradicional, nos setores de utilidade pública, bens industriais e materiais básicos, compreendidos no período de 2009 a 2013. Neste estudo utilizou-se o teste estatístico não-paramétrico de Kruskal-Wallis para comparar os quatro diferentes níveis da Governança Corporativa, e em uma segunda análise, avaliar em cada setor separadamente se havia mudanças na composição de endividamento. Os resultados obtidos corroboraram com alguns trabalhos publicados no Brasil relacionados a este tema, indicando que a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa acarreta em mudanças na estrutura de endividamento, e nesse sentido, não se rejeita a hipótese de que haja diferenças significativas entre as empresas listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa e as inseridas no Mercado Tradicional, no que se refere as medianas das variáveis que descrevem o endividamento.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Endividamento, Teste Não-Paramétrico de Kruskal-Wallis, Bovespa

1. INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa pode ser entendida como uma forma responsável de gestão de empresas, cujos princípios básicos são transparência, equidade, responsabilidade gerencial, todos associados à legislação vigente. A questão mais analisada a respeito deste tema é se a adoção destas práticas modifica a estrutura empresarial ou melhora o desempenho financeiro das organizações.

Outro fator que dá importância a esta questão é a separação entre propriedade e gestão, que atualmente ocorre com grande frequência nas grandes corporações. Na maioria das vezes, a propriedade está pulverizada nas mãos de vários investidores e o gestor é escolhido pela sua competência reconhecida no mercado.

A partir do fenômeno acima, Jensen e Meckling (1976) escreveram sobre a teoria de agência, na qual os diversos agentes (investidores e gestores) possuem interesses distintos sobre os negócios da organização e isso pode trazer falta de maximização do resultado para o acionista, que tem direitos sobre a companhia. Essa divergência pode gerar conflitos entre eles, fazendo com que o valor de mercado da organização diminua, devido à desconfiança que os investidores podem ter sobre sua gestão.

No Brasil, assim como em outros países emergentes, o pouco desenvolvimento do mercado de capitais permite práticas que beneficiam a um grupo menor de pessoas, elevando a desconfiança dos demais investidores. Portanto, nestes mercados, a importância de regulamentos que priorizam a equidade e a transparência, como a Governança Corporativa, é ainda maior.

Estudos têm constatado que boas práticas de Governança Corporativa valorizam as ações, aumentam o volume negociado e elevam a liquidez, ou seja, geram desenvolvimento ao mercado de capitais, uma vez que proporciona maior transparência, prestação de contas e equilíbrio entre investidores e gestores (CARVALHO, 2003).

Em contrapartida, as corporações necessitam do mercado de capitais como fonte de recursos financeiros, uma vez que no Brasil os financiamentos disponíveis são escassos ou seus custos e prazos não são competitivos quando comparados a outros países.

Por estes motivos, entendemos que a Governança Corporativa auxilia no desenvolvimento do mercado de capitais, o que é benéfico para todas as partes envolvidas: empresas, investidores, Bolsa de Valores, corretoras, ou seja, Sistema Financeiro Nacional como um todo.

Dentro dessa perspectiva, o objetivo desta pesquisa é avaliar se há diferenças na estrutura de capital das empresas brasileiras nos setores de Utilidade Pública, Bens Industriais e Materiais Básicos, compreendidos no período de 2009 a 2013 que aderiram de forma voluntária às boas práticas da Governança Corporativa, no Mercado Tradicional e nos três níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) estipulados pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

De uma forma geral, a teoria referente à Governança Corporativa sinaliza uma série de benefícios para as organizações, investidores e sociedade, os quais podem ser subdivididos em seis perspectivas: o retorno das ações, o risco, a liquidez e volume negociado das ações, o custo de capital, o valor de mercado e crescimento econômico.

A Governança Corporativa é uma área abrangente, que envolve áreas de naturezas distintas como economia, direito e finanças. A busca de relação entre suas principais diretrizes e a valorização das empresas, objeto de grande parte dos estudos do tema, parte do pressuposto de que o objetivo maior dos gestores é adicionar valor para os acionistas. De acordo com Silveira (2004), os instrumentos da Governança Corporativa e o desempenho das organizações tem sido o principal foco dos estudos tanto no mundo quanto no Brasil.

A hipótese levantada é que elevados padrões de Governança Corporativa proporcionem a maximização de riqueza dos acionistas e minimizem a assimetria dos conflitos de agência, bem como equilibrem o interesse dos *stakeholders* (clientes, empregados, fornecedores, etc). Nessa mesma perspectiva, Andrade e Rossetti (2006), Monforte (2004) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE – (2003) defendem a ideia que a Governança Corporativa é um dos aspectos que determina o crescimento das nações. Apesar da importância do tema, ele ainda é recente no Brasil, gerando a necessidade de novas pesquisas, as quais devem ser atualizadas de tempos em tempos, justificando esforços direcionados a uma melhor compreensão da influência da Governança Corporativa sobre o desempenho empresarial.

Na seção seguinte é apresentada a fundamentação teórica sobre Governança Corporativa e a relação de agência. A seção 3 diz respeito à Governança Corporativa no Brasil, da estrutura e suas características, e dos níveis diferenciados criados pela Bovespa. A seção 4 trata da estrutura de capital, e assimetria das informações. A seção 5 aborda estudos recentes sobre a Governança Corporativa no Brasil. Na seção 6 é apresentada a caracterização da pesquisa, a metodologia estatística, amostra e tratamento de dados. Na seção 7 são demonstradas as análises, bem como os resultados obtidos neste trabalho. Por fim, na última seção são abordadas as considerações finais.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO DE AGÊNCIA

Governança Corporativa é definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – como o sistema de controle e monitoramento das organizações, que envolve as relações entre proprietários (acionistas), conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. O principal objetivo das boas práticas de Governança Corporativa é a maximização do valor do capital próprio, contribuindo para a perenidade da corporação.

Silva (2006) entende que para uma organização competir globalmente, são necessários sistemas eficientes de Governança Corporativa, e para tal, é essencial que o conselho de administração seja o órgão responsável para direcionar as estratégias, estabelecer o orçamento de capital, mediante captação de financiamento, bem como o gerenciamento de resultados. Todo esse conjunto de ações se resumirá em um processo de geração e alavancagem de valor para a companhia.

Já a definição de Governança Corporativa para Shleifer e Vishny (1997) refere-se aos mecanismos utilizados pelos fornecedores de capital para garantir o retorno de seus investimentos. Corroborando esta ideia, La Porta e outros (2000) a conceituam como os instrumentos que protegem os investidores externos da expropriação pelos agentes internos (gestores e acionistas controladores).

Lodi (2000) complementa que a boa governança proporciona aos acionistas, equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*), associado às leis do país (*compliance*). Estes são considerados os pilares da Governança Corporativa.

Diante dos conceitos acima elencados, pode-se entender que a discussão sobre este assunto está relacionada a mecanismos internos e externos, que tentam assegurar o maior retorno possível aos investidores, mesmo que estes não tenham controle efetivo sobre as decisões operacionais. Portanto, podemos concluir que se trata de instrumento que diminui a assimetria de informações entre os gestores (internos) e investidores (externos), possibilitando uma maior equidade no tratamento das partes. Esta equidade pode gerar uma maior confiança por parte dos fornecedores de capital, valorizando a companhia e melhorando seus resultados.

A menor assimetria, citada acima, pode reduzir os chamados conflitos de agência, que são os relacionamentos conturbados entre os diversos agentes (internos e/ou externos) de uma organização. A relação de agência foi definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato no qual uma pessoa – o agente – recebe de uma ou mais pessoas – o principal – a autorização para tomar decisões a respeito de algo de interesse deste último grupo.

Com a evolução das empresas e a profissionalização da administração, foi desenvolvida a desvinculação entre controle e propriedade, em que nem sempre o dono é o gestor da sua própria companhia. Com isso, surge uma relação de agência entre acionistas (outorgantes do contrato) e os gestores (outorgados).

O pressuposto básico para um contrato deste tipo é que o gestor possa maximizar o retorno dos investimentos feitos pelos acionistas. Entretanto, cada uma das partes possui interesses distintos, muitas vezes contrários, o que pode ocasionar na não maximização do valor da empresa (DALMÁCIO e NOSSA, 2003).

Entretanto, Jensen e Meckling (1976) têm uma visão mais abrangente e citam que os problemas de agenciamento não são apenas de conflitos de interesses existentes entre administradores e acionistas, mas também em todas as situações que requerem cooperação entre indivíduos. Nesse sentido, duas razões dos conflitos de agência são abordadas: 1) a inexistência de contrato completo; e 2) a inexistência de agente perfeito.

Os conflitos da agência são resultantes de interesses não simétricos dos acionistas e dos gestores oriundos da separação entre a propriedade e gestão, ou seja, a maximização de valor não será a mesma na relação entre principal e agente.

Portanto, nas organizações há indivíduos com objetivos conflitantes e os pesquisadores começaram a acreditar que esses agentes se tornam equilibrados mediante uma estrutura regida por relações contratuais.

Indo ao encontro destas ideias, fortalecem-se os mecanismos de Governança Corporativa, que são utilizados para tentar assegurar que os interesses dos acionistas, que estão longe do controle, sejam atendidos pelos gestores, por meio de suas decisões.

Silveira (2002) enfatiza ainda que a relação de agência pode ocasionar custos para a companhia, como: a) custos de criação e estruturação de contratos entre o agente e o principal; b) gastos de monitoramento das decisões feitas pelos gestores por parte do principal; c) gastos de comprometimento, no qual o próprio gestor tenta provar ao principal que está comprometido com seus interesses; d) perdas residuais.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil, verifica-se uma série de modelos de Governança Corporativa. Contudo, uma análise de pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2001) e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) permitiu esboçar um modelo geral de governança para as empresas brasileiras listadas na Bovespa:

- Estrutura de propriedade baseada na alta concentração de ações com direito a voto (ordinárias) e um alto índice de ações que não detêm direito ao voto (preferenciais);
- Acionistas minoritários pouco atuantes;
- Membros do conselho representam interesses dos acionistas controladores;
- Poucos conselheiros profissionais no Conselho de Administração;
- O aspecto de remuneração dos conselheiros como pouco relevante;
- Conselho de Administração não estruturado de maneira adequada, sem a presença de comitês para tratar de questões específicas como auditorias;
- Divisão de papéis entre conselho e diretoria é confusa, principalmente em organizações familiares.

A grande concentração de ações que detêm poder de voto é uma característica principal das empresas brasileiras de capital aberto, com uma parcela mínima de empresas com a propriedade pulverizada. De acordo com Leal e Valadares (2002), o acionista maior detém, em média, 58% das ações ordinárias, e os três maiores acionistas possuem cerca de 78% destas ações. Já conforme Monaco (2000), os acionistas controladores possuem, em média, 88% das ações emitidas que têm direito a voto. A enorme concentração de propriedade associada à baixa proteção legal aos acionistas faz com que o principal conflito de agência do Brasil se dê entre acionistas controladores ou majoritários e acionistas minoritários, e não entre acionistas e gestores, como ocorre nos países anglo-saxões, que é caracterizada por uma estrutura de propriedade pulverizada.

Outro aspecto interessante no modelo de governança das empresas brasileiras é o alto número de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal e Valadares (2002), apenas 11% das companhias não utilizavam desse mecanismo, que representa cerca de 46% do capital total das organizações.

A partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, uma gama cada vez maior de investidores passou a ter uma maior participação no capital das companhias brasileiras. Inicialmente, tal participação se deu mediante investimentos realizados no próprio país e, posteriormente, pela aquisição de American Depositary Receipt – ADRs – (papéis negociados somente nos Estados Unidos que representam a propriedade de ações de empresas brasileiras). Com isso, as empresas brasileiras passaram a ter um maior contato com investidores mais exigentes e sofisticados, que efetuavam seus investimentos em mercados com práticas de governança mais sofisticadas do que as aplicadas no Brasil.

Diante da crescente importância do tema, várias mudanças têm sido efetuadas com o objetivo de aperfeiçoar as boas práticas da Governança Corporativa adotada pelas empresas. No ano de 2001, foi instituída a Nova Lei das S/As – Lei nº 10.303/01 – que promoveu a reforma das Sociedades Anônimas, cujo objetivo maior foi oferecer proteção aos acionistas minoritários. Códigos das boas práticas da Governança Corporativa têm sido criados por agentes de grande importância no mercado de capitais, como o IBGC, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID – e o fundo de pensão PREVI do Banco do Brasil, juntamente com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Entretanto, a principal mudança no sentido de se buscar as melhores práticas da Governança Corporativa foi a criação, pela Bovespa, no final de 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados (Nível 1 e Nível 2) de Governança Corporativa. As organizações que se comprometem de forma voluntária, mediante esse contrato privado, a adotarem tais práticas são incorporadas no Índice de Governança Corporativa – IGC da Bovespa, que começou a ser calculado a partir do mês de junho de 2001. Em suma, tal índice reúne uma carteira de empresas que se comprometeram voluntariamente, a adotarem níveis superiores de Governança Corporativa.

3.1 Bovespa e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou os segmentos Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado com o objetivo de promover o desenvolvimento de mercado de capitais do Brasil diante da necessidade de instituir segmentos adequados aos perfis das empresas. As organizações se comprometem com uma maior transparência e desenvolvimento de práticas da Governança Corporativa de forma voluntária, mediante contrato estabelecido entre as partes. São três diferentes níveis, com grau de exigência crescente à medida que novas práticas de Governança Corporativa são adotadas.

3.2 Nível 1 da Governança Corporativa da Bovespa

Conforme a Bovespa (2015), os requisitos necessários para inserção no Nível 1 são:

- Manutenção de uma parcela mínima de ações em circulação, com representatividade de 25% do capital;
- Disponibilização de calendário anual de eventos corporativos;
- Realização de ofertas públicas de ações mediante mecanismos que favoreçam a pulverização do capital;
- Melhoria na divulgação das informações trimestrais

- Divulgação de acordos dos acionistas e programas de opções de ações.

3.3 Nível 2 da Governança Corporativa da Bovespa

As empresas listadas no Nível 2, além de adotar todo o conjunto de práticas do Nível 1, devem-se comprometer com uma série de exigências de Governança, bem como direitos adicionais aos acionistas minoritários:

- Disponibilização de demonstrações financeiras conforme as normas estabelecidas pelo US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*) ou IFRS (*International Financial Reporting Standards*);
- Adesão à Câmara de Arbitragem para equacionamento de conflitos societários;
- Conselho de Administração, composto por no mínimo cinco membros, com mandato unificado de no máximo, dois anos;
- Direito de voto às ações de natureza preferencial em algumas matérias, tais como transformação, incorporação, fusão ou cisão da empresa, bem como aprovação de contratos entre a organização e empresas do mesmo grupo;
- Extensão para todos acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda da empresa, e de no mínimo, 80% deste valor para investidores detentores de ações preferenciais;
- Obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento da empresa neste segmento de Governança Corporativa.

3.4 Novo Mercado da Governança Corporativa da Bovespa

O novo mercado é um segmento criado pela Bovespa com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de capitais do país. Para se enquadrar neste nível, as companhias, além de comprometerem com o conjunto de regras determinadas para o Nível 2 de Governança Corporativa, devem emitir apenas ações ordinárias.

4. ESTRUTURA DE CAPITAL E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Estrutura de capital ou de financiamento é definida por Ross, Westerfield e Jaffe (2002) como a combinação entre o volume de utilização de recursos próprios e de terceiros por uma empresa. O capital próprio é aquele proveniente dos proprietários e o capital de terceiros é o obtido por meio de dívidas.

Assaf Neto (2003) cita que a decisão sobre qual a melhor estrutura de capital deve se basear num melhor retorno, por meio de menores custos, e/ou num menor risco. Isto se dá pelas diferentes características de cada tipo de capital.

O capital próprio não tem data de vencimento, ou seja, legalmente a empresa não é obrigada a gerar retorno aos acionistas, o que não ocorre com o endividamento, no qual o credor pode até cobrar judicialmente o débito, caso o mesmo não seja pago na data combinada. Isto indica que o capital próprio é bem menos arriscado para a companhia.

Por outro lado, justamente por não ter garantias, os proprietários tendem a exigir um maior retorno pelo seu capital do que as instituições financeiras cobram de juros. Isto faz com que o capital próprio se torne mais caro. Então, o dilema para uma empresa está em conseguir um equilíbrio entre as fontes de financiamento que permitam explorar um menor custo sem que o risco se eleve excessivamente.

Curiosamente, este tema ganhou notoriedade com um estudo de Modigliani e Miller (1958), no qual eles concluem que a estrutura de financiamento não afeta o valor total da empresa, pois reduções no custo de capital conseguidas pela inclusão de mais capital de terceiros são proporcionalmente compensadas pelas maiores exigências dos proprietários, devido ao maior risco assumido pela corporação.

A partir de então, várias pesquisas foram realizadas sobre o assunto, comprovando que a teoria levantada por Modigliani e Miller não se confirma na prática. Além disso, estes estudos se desenvolveram e muitos autores analisaram fatores que afetam a estrutura de capital de uma empresa.

Brigham e Houston (1999) apresentam quatro fatores que exercem influências sobre a gestão da estrutura de capital: risco do negócio, posição tributária das empresas, flexibilidade financeira e conservadorismo ou agressividade da administração.

Dada à complexidade da estrutura de capital, por ser uma área que está relacionada com outras variáveis de decisões financeiras no que diz respeito à tomada de decisão financeira, a adoção de uma determinada estrutura de capital pode, conseqüentemente,

maximizar os lucros da empresa, bem como ser utilizado como um mecanismo de alavancagem financeira (GITMAN, 1997).

Outro fenômeno importante que pode afetar a forma como uma organização se financia é a chamada Assimetria de Informação, que significa que os agentes internos à companhia têm muito mais informações e melhor qualidade do que os investidores externos (LELAND e PYLE, 1977). Isto faz com que estes últimos tentem interpretar a real situação da empresa a partir das decisões tomadas pelos gestores.

Neste sentido, Myers e Majluf (1984) indicam que a emissão de ações pode gerar uma interpretação de que a organização não está tão bem, pois não faz sentido vender ações hoje por um preço que, caso a companhia esteja muito bem, irão aumentar no futuro próximo. Já a contratação de dívidas demonstra que a corporação está confiante de que gerará recursos suficientes para pagá-las.

Comprovando esta ideia, podemos citar o estudo de Loughran e Ritter (1995), no qual concluiu-se que, após a emissão de novas ações, a performance operacional de uma empresa, nos cinco anos subsequentes, é significativamente inferior, se comparado com outra companhia com características semelhantes. Outra pesquisa que corrobora esta teoria é a apresentada por Brav, Geczy e Gompers (2000), que demonstrou que retornos baixos logo após a emissão de novas ações não são anormais, pelo contrário, ocorrem frequentemente.

Dentro dessa perspectiva, de que as decisões dos gestores são interpretadas pelo mercado e isso afeta inclusive a estrutura de capital das organizações, este presente trabalho busca avaliar se a adesão, por parte das empresas, às práticas de Governança Corporativa é considerada de alguma forma pelo mercado a ponto de interferir na maneira como a companhia financia suas atividades.

5. PESQUISAS RECENTES SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Desde a criação do Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 da Governança Corporativa, algumas pesquisas empíricas têm buscado analisar a performance das empresas que adotaram as boas práticas da Governança Corporativa, em relação a algumas variáveis como: retorno, liquidez, custo de captação, alavancagem e risco.

Cicogna, Valle e Toneto Junior (2005) avaliaram o impacto da adesão às práticas de Governança Corporativa sobre o financiamento das organizações. Os autores concluíram que a Governança Corporativa auxiliou as companhias na captação de mais dívidas e ainda aumentaram os prazos destes financiamentos, diminuindo o risco da empresa.

Em um estudo realizado com 225 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2000, Silva (2004) relata que existe uma relação estatisticamente significativa entre a estrutura de Governança Corporativa, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos.

Por outro lado, Batistella e outros (2004), utilizando a metodologia de estudo de eventos, analisaram se as empresas que adotaram as práticas do Novo Mercado até o ano de 2003 sofreram retornos anormais positivos em um período curto de tempo. Dentro desse contexto, os autores constataram que os retornos anormais positivos nos preços das ações não são estatisticamente superiores aos retornos anormais negativos, o que sinaliza que não houve uma maior valorização das empresas em decorrência da adoção das boas práticas da Governança Corporativa.

Corroborando a pesquisa citada anteriormente, temos o estudo de Comerlato, Terra e Braga (2002) que analisaram se houve uma adesão positiva no mercado de capitais brasileiro em relação a dez empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa. Conforme o trabalho, a reação do mercado de capitais nacional em relação à adesão das empresas ao Nível 1, foi em média, estatisticamente irrelevante, sinalizando um não reconhecimento por parte do mercado de que as novas regras são suficientes para melhorar o retorno das ações dessas empresas. Ainda conforme os autores, apesar de estatisticamente insignificante, há indícios que evidenciam uma avaliação positiva do mercado em relação ao Nível 1.

Já Carvalho (2003) encontrou resultados estatisticamente significativos no que diz respeito em relação ao retorno das organizações que adotaram algum nível da Governança Corporativa da Bovespa até maio de 2002. Conforme o autor houve retornos assustadores de forma positiva para tais organizações.

Silveira, Barros e Famá (2004) em um estudo avaliaram como a governança corporativa influenciou o valor de mercado das empresas abertas. Na análise foram consideradas companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que apresentaram liquidez significativa no exercício de 2002. Os resultados obtidos mostraram uma relação positiva e significativa entre qualidade da Governança Corporativa e valor das empresas.

6. METODOLOGIA

6.1 Caracterização da Pesquisa

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, pois busca entender se há impacto da adesão a um dos três níveis de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) sobre o nível de endividamento das empresas brasileiras nos setores de utilidade pública, bens industriais e materiais básicos, compreendidos no período de 2009 a 2013, e se este se dá de forma distinta entre os níveis.

6.2 Amostra e Tratamento de Dados

Neste estudo, analisaram-se os dados através de informações dos relatórios das demonstrações contábeis das empresas, disponibilizadas no site da BM & FBOVESPA, com o auxílio de *softwares* estatísticos. A amostra é composta por empresas dos setores de Utilidade Pública, Bens Industriais e Materiais Básicos com ações listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BM&FBOVESPA, compreendendo os anos de 2009 a 2013. Foram excluídas as empresas que não apresentaram as informações em sua totalidade e 1 (uma) organização que apresentou valores discrepantes no período analisado, sendo selecionadas apenas empresas pertencentes ao Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os grupos são independentes, pois as empresas de um determinado nível de Governança Corporativa não fazem parte de outro nível em todos os anos analisados, e a escolha dos três setores se deu em virtude da representatividade de diferentes níveis de Governança Corporativa. Dessa forma, após a seleção de dados, a amostra constitui-se por 124 empresas como mostrado no Quadro 1. A lista das empresas de cada nível de Governança encontra-se no Quadro A1 do Anexo.

Quadro 1- Amostra por Segmentos e Níveis de Governança

Nível Governança	Segmento			
	Bens Industriais	Materiais Básicos	Utilidade Pública	Total Geral
Mercado Tradicional	16	16	40	72
Nível 1	3	9	7	19
Nível 2	3	1	5	9
Novo Mercado	8	7	9	24
Total Geral	30	33	61	124

Fonte- Dados da Pesquisa – Site Bovespa

A análise constituiu em um primeiro momento, avaliar a alavancagem financeira das empresas dos setores de Utilidade Pública, Bens Industriais e Materiais Básicos, em relação aos segmentos quatro segmentos da Governança Corporativa listados na BM & FBOVESPA.

Segundo Matarazzo (2003, p.155), a composição do endividamento é o “percentual de obrigações de curto prazo em relações às obrigações totais”. Demonstram se as dívidas são de natureza de curto prazo (obrigações que precisam ser pagas com recursos possuídos hoje), ou de longo prazo (obrigações que possuem um tempo para a geração de recursos).

Conforme Assaf Neto e Silva (2002), o passivo circulante constitui das obrigações de curto prazo, sendo caracterizadas com o ciclo operacional da organização. Segundo Marques (2010), o passivo não circulante representa as obrigações que tem vencimento após o término do exercício seguinte, ou em outras palavras, o fato se dá em um prazo superior a um ano, caracterizando-se longo prazo.

Para analisar a influência dos níveis de Governança Corporativa na estrutura de endividamento das companhias brasileiras consideradas no presente estudo, foi definida a variável “endividamento”, observada conforme Quadro 2.

Quadro 2- Índices de Endividamento

$$\text{Endividamento Total} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{Endividamento Curto Prazo} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Total}}$$

$$\text{Endividamento Longo Prazo} = \frac{\text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$$

Fonte- Dados da Pesquisa

6.3 Método Estatístico

Como método de análise utilizou-se o teste de análise de variância não-paramétrica proposto por Kruskal e Wallis (1952). Seja X uma variável aleatória de interesse e k o número de tratamentos (populações) independentes, a serem comparados. Suponha que se tenha uma amostra aleatória de X em cada um dos k tratamentos e seja N o tamanho da amostra conjunta, ou seja, considerando todos os elementos amostrais distribuídos nas k amostras independentes. Segundo Siegel e Castellan Jr. (2006), para comparação das medianas da distribuição de probabilidades de X nos k tratamentos, no método estatístico de

Kruskal e Wallis, as N observações amostrais são substituídas por postos, ou dito de outra forma, os valores são organizados em uma única série de forma crescente em um novo conjunto de dados, associando cada valor numérico amostral ao seu posto correspondente. Após realizada a distribuição dos postos, estes são somados para cada uma das k amostras, e com esta soma é possível encontrar a média dos postos para cada amostra. Sendo assim, se as k amostras são provenientes de uma mesma população, espera-se que a média dos postos dessas sejam bem próximas. Conforme Rodrigues (1976) denomina-se \mathbf{H} a estatística de teste, a qual sob a hipótese nula tem aproximadamente uma distribuição Qui-Quadrado (χ^2), com $k-1$ graus de liberdade. A estatística \mathbf{H} para o caso em que não há empates no conjunto das N observações amostrais está definida a seguir. A distribuição exata da estatística \mathbf{H} pode ser encontrada em algumas referências para os casos em que não há empates dentre as N observações amostrais (ver Lehmann, 1975, dentre outras). No caso em que há empates, postos médios são utilizados na atribuição de postos para as observações com valores numéricos iguais e a estatística \mathbf{H} é multiplicada por um fator de correção que é função da frequência de observações numericamente iguais. No entanto, a menos que haja um grande número de empates na amostra conjunta, esse fator de correção causa pequeno efeito no valor numérico final de \mathbf{H} (para maiores detalhes ver Lehmann, 1975).

$$H = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{j=1}^k n_j (R_j - R_{..})^2$$

em que:

k = números de tratamentos (amostras);

n_j = números de observações no tratamento j (amostra j), $j=1,2,\dots,k$;

R_j = média dos postos do tratamento j , $j=1,2,\dots,k$;

$R_{..} = \frac{N+1}{2}$ é a média geral dos N postos;

N = número total de observações em todos os tratamentos

As hipóteses nula e alternativa do teste são dadas por:

H_0 : As medianas da variável X das k distribuições são iguais;

H_1 : Existe alguma diferença entre as medianas.

A hipótese nula é rejeitada para valores da estatística \mathbf{H} maiores que o ponto crítico obtido da distribuição Qui-Quadrado com $k-1$ graus de liberdade, de acordo com o nível de

significância do teste. O teste de hipótese também pode ser realizado por meio da abordagem da probabilidade de significância (p-valor), o qual apresenta diretamente o grau de significância estatística, indicando qual a margem de erro que pode ser admitida para rejeição da hipótese nula (H_0). O teste de Kruskal-Wallis está implementado em praticamente todos os *softwares* estatísticos.

7. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A hipótese levantada nesta monografia, baseada na literatura atualmente existente e em pesquisas anteriormente realizadas, é de que o nível de endividamento sofre influências das práticas da Governança Corporativa adotadas pelas empresas. Mais especificamente, a hipótese prevê que a Governança Corporativa possibilita uma maior alavancagem financeira a essas empresas, pois esta traria uma maior segurança, transparência e harmonia entre acionistas e credores, gerando garantias e comprometimento por parte dos administradores.

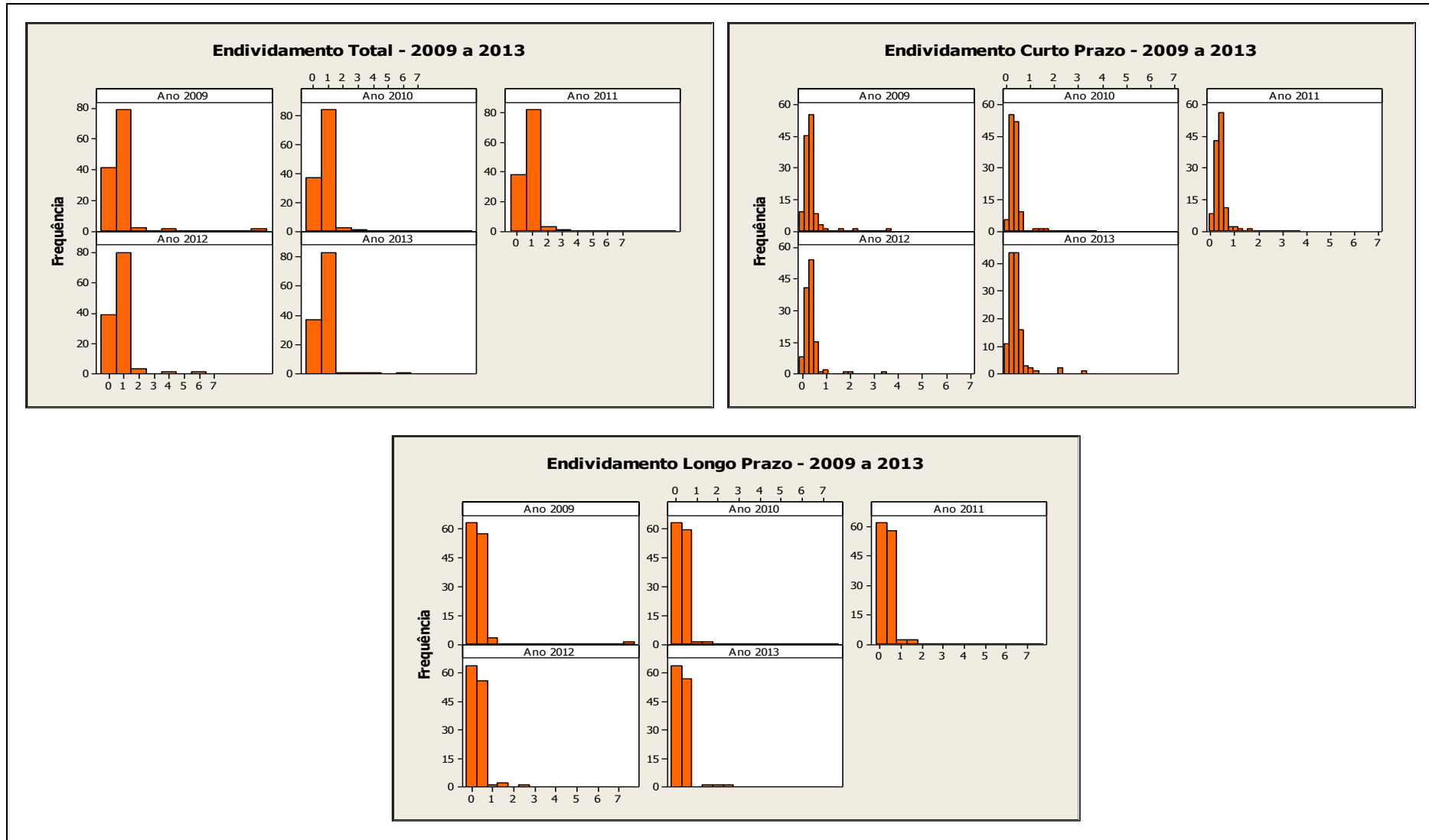
Para Vasconcellos (2002), a maior transparência reflete em menor risco para os investidores e, conseqüentemente, aumenta o valor da empresa. Parte-se da ideia que os investidores, fornecedores de capital e demais *stakeholders*, ao possuírem informações claras sobre a empresa, terão conhecimento dos pontos fortes e fracos, tendo conhecimentos dos riscos inerentes ao negócio.

Perobelli e outros (2005) desenvolveram uma pesquisa, constituída por todas companhias brasileiras de capital aberto não financeiras durante o período de 1998 a 2002, na qual foi confirmada a hipótese levantada anteriormente, de que o grau de endividamento das empresas brasileiras é maior naquelas que aderem aos princípios da Governança Corporativa (GC). Uma explicação para este fato é que as organizações que se esforçam em atender às exigências da Governança Corporativa esperam uma maior valorização de suas ações no mercado. Entretanto, uma vez que o mercado brasileiro é caracterizado pela baixa proteção aos acionistas minoritários, e estes tendem a pagar um menor valor pelas ações devido ao risco, esta expectativa pode não se concretizar, fazendo com que tais organizações optem por fontes alternativas de captação de recursos, como o capital de terceiros, uma vez que os investidores caracterizam de uma forma generalizada o risco.

No Quadro 3 são apresentados os histogramas das três variáveis de endividamento, e no Quadro 4 algumas estatísticas descritivas como média, desvio padrão, coeficiente de variação, mínimo, mediana e máximo das variáveis de endividamento, no período de 2009 a 2013 nos três diferentes setores analisados nesta pesquisa. Observa-se no Quadro 3, que nos

três níveis de endividamento, os histogramas se comportaram de forma assimétrica à esquerda, com alguns grupos isolados de boa parte dos dados, gerando agrupamentos separados. À medida que os níveis de endividamento crescem, verifica-se um número menor de empresas com tal característica. Um gráfico dotplot é apresentado na Figura A1 do Anexo, e observa-se que o Mercado Tradicional apresenta valores mais extremos nos três tipos de endividamento, e conseqüentemente uma maior variabilidade. Os demais níveis de Governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) não apresentaram volumes de endividamento superior a 1 em nenhum dos três diferentes níveis de endividamento, o que pode sinalizar a uma estrutura de capital diferente das empresas listadas no Mercado Tradicional, conforme demonstrado na análise descritiva da Tabela 2.

Quadro 3 – Histogramas por Tipo de Endividamentos – N= 124



Fonte- Dados da Pesquisa

Quadro 4- Medidas Descritivas por Setor – N= 124

		Setor Utilidade Pública							Setor Bens Industriais						
Ano		Média	Dp	CoefVar	Mínimo	Mediana	Máximo	Assimetria	Média	Dp	CoefVar	Mínimo	Mediana	Máximo	Assimetria
2009	ECP	0,361	0,148	41,110	0,000	0,362	0,986	0,660	0,525	0,738	140,570	0,103	0,302	3,683	3,420
	ELP	0,202	0,131	64,690	0,008	0,190	0,577	0,790	0,570	1,342	235,370	0,003	0,314	7,598	5,290
	ET	0,563	0,182	32,390	0,024	0,589	1,025	-0,520	1,095	1,816	165,780	0,257	0,601	9,879	4,340
2010	ECP	0,371	0,160	43,160	0,000	0,367	1,184	1,760	0,370	0,328	88,630	0,110	0,271	1,681	3,190
	ELP	0,200	0,117	58,170	0,018	0,197	0,720	1,490	0,361	0,210	58,280	0,001	0,324	0,948	1,000
	ET	0,571	0,192	33,640	0,102	0,589	1,234	0,390	0,730	0,455	62,330	0,232	0,626	2,629	3,100
2011	ECP	0,371	0,147	39,610	0,005	0,370	0,986	0,690	0,433	0,333	76,980	0,117	0,314	1,688	2,560
	ELP	0,216	0,131	60,730	0,025	0,204	0,817	1,930	0,362	0,310	85,520	0,000	0,319	1,690	2,950
	ET	0,587	0,196	33,410	0,117	0,584	1,256	0,310	0,795	0,593	74,510	0,172	0,642	3,378	3,220
2012	ECP	0,445	0,425	95,490	0,001	0,386	3,476	6,220	0,455	0,419	92,040	0,176	0,307	1,938	2,920
	ELP	0,256	0,326	127,560	0,022	0,203	2,572	6,210	0,366	0,318	86,790	0,000	0,303	1,740	2,950
	ET	0,701	0,726	103,570	0,107	0,611	6,048	6,860	0,822	0,674	82,040	0,252	0,620	3,677	3,160
2013	ECP	0,425	0,401	94,320	0,002	0,390	3,220	5,820	0,469	0,508	108,420	0,103	0,290	2,203	2,890
	ELP	0,243	0,306	126,020	0,012	0,199	2,403	6,090	0,387	0,331	85,570	0,000	0,362	1,906	3,490
	ET	0,668	0,684	102,360	0,070	0,576	5,623	6,530	0,856	0,746	87,260	0,304	0,635	4,104	3,470
		Setor Materiais Básicos													
Ano		Média	Dp	CoefVar	Mínimo	Mediana	Máximo	Assimetria							
2009	ECP	0,260	0,199	76,500	0,014	0,165	0,808	1,280							
	ELP	0,301	0,237	78,690	0,011	0,267	1,196	1,700							
	ET	0,562	0,300	53,380	0,139	0,532	1,537	1,220							
2010	ECP	0,221	0,135	61,230	0,045	0,186	0,648	1,330							
	ELP	0,325	0,237	72,860	0,013	0,312	1,265	1,850							
	ET	0,546	0,247	45,310	0,133	0,530	1,538	1,870							
2011	ECP	0,212	0,146	68,850	0,043	0,168	0,729	1,860							
	ELP	0,329	0,253	76,890	0,039	0,307	1,423	2,550							
	ET	0,541	0,280	51,680	0,099	0,500	1,669	1,970							
2012	ECP	0,231	0,165	71,300	0,046	0,181	0,820	1,780							
	ELP	0,337	0,262	77,730	0,027	0,326	1,458	2,470							
	ET	0,568	0,295	51,950	0,082	0,496	1,713	1,760							
2013	ECP	0,269	0,254	94,470	0,054	0,162	1,206	2,160							
	ELP	0,342	0,282	82,510	0,012	0,326	1,555	2,510							
	ET	0,611	0,331	54,170	0,090	0,540	1,826	1,590							

Em que: ECP – Endividamento de Curto Prazo; ELP – Endividamento de Longo Prazo;

ET – Endividamento total; Dp – Desvio Padrão; CoefVar – Coeficiente de Variação

Fonte- Dados da Pesquisa

Observando o Quadro 4, verifica-se que o setor de Bens Industriais apresentou a maior dispersão dos dados em todos os níveis de endividamento nos anos de 2009, 2010, 2011. Em 2012 e 2013, o setor de Utilidade Pública teve maior variabilidade em todos os níveis de endividamento, com exceção do ECP que é maior no setor de Bens Industriais quando se observa o coeficiente de variação. Em relação ao endividamento médio, verifica-se que o setor de Bens Industriais concentrou maior volume na maioria dos anos analisados, com exceção de 2010 e 2012 para Endividamento Curto Prazo, no qual o setor Utilidade Pública resultou num valor bem próximo ao deste setor.

Ademais, são fornecidos a média, desvio padrão, mediana e coeficiente de variação dos três diferentes tipos de endividamento nos segmentos do Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Tabela 1- Média e Desvio Padrão por Nível de Governança – $N= 124$

Tipo de Endividamento	Ano	MÉDIA				DESVIO PADRÃO			
		Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Endividamento Curto Prazo	2009	0,4319	0,2292	0,3651	0,3170	0,4994	0,1418	0,1057	0,1667
	2010	0,3627	0,2374	0,3144	0,3136	0,2588	0,1218	0,1080	0,1337
	2011	0,3702	0,2411	0,3716	0,3346	0,2610	0,1174	0,1014	0,1648
	2012	0,4334	0,2614	0,4356	0,3474	0,4785	0,1355	0,1471	0,1703
	2013	0,4356	0,2891	0,3739	0,3606	0,4928	0,2692	0,1444	0,1955
Endividamento Longo Prazo	2009	0,3810	0,2379	0,2129	0,2294	0,8890	0,1446	0,1364	0,1427
	2010	0,2905	0,2610	0,2322	0,2416	0,2274	0,1448	0,1362	0,1083
	2011	0,3055	0,2630	0,2678	0,2289	0,2800	0,1341	0,1073	0,1132
	2012	0,3374	0,2732	0,2460	0,2500	0,3871	0,1548	0,1428	0,1264
	2013	0,3393	0,2643	0,2707	0,2415	0,3847	0,1689	0,1767	0,1181
Endividamento Total	2009	0,8130	0,4671	0,5780	0,5464	1,2020	0,2038	0,0863	0,2056
	2010	0,6532	0,4984	0,5467	0,5552	0,3641	0,1808	0,1278	0,1004
	2011	0,6756	0,5041	0,6394	0,5635	0,4519	0,1918	0,0868	0,1326
	2012	0,7708	0,5346	0,6816	0,5974	0,8042	0,2343	0,1092	0,1379
	2013	0,7749	0,5534	0,6446	0,6021	0,8005	0,2879	0,1674	0,1444

Em que: Mercado Tradicional $n = 72$; Nível 1 $n = 19$; Nível 2 $n = 9$; Novo Mercado $n = 24$

Fonte- Dados da Pesquisa

Com base na Tabela 1, observa-se que o segmento do Mercado Tradicional foi que apresentou uma maior variabilidade dos dados em todos os anos analisados, demonstrando valores mais altos nos três diferentes tipos de endividamento. Verifica-se, também, que o Mercado Tradicional apresentou maiores médias em todos os níveis de endividamento, com exceção da variável de Endividamento de Curto Prazo, em que o nível 2 demonstrou ser ligeiramente superior nos anos de 2011 e 2012. Observa-se que o Nível 1 da Governança

Corporativa apresentou uma média menor de endividamento na variável curto prazo, em todos os anos analisados. Os demais tipos de endividamento apresentaram níveis médios de endividamentos relativamente aproximados em todas as variáveis.

Tabela 2- Mediana e Coeficiente de Variação por Nível de Governança – N= 124

Tipo de Endividamento	MEDIANA					COEFICIENTE DE VARIAÇÃO			
	Ano	Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Endividamento Curto Prazo	2009	0,3518	0,2370	0,4154	0,3018	115,6400	61,8500	28,9500	52,6000
	2010	0,3430	0,2255	0,3132	0,2918	71,3500	51,3000	34,3400	42,6400
	2011	0,3378	0,2423	0,4158	0,3276	70,5200	48,6800	27,2900	49,2600
	2012	0,3404	0,2832	0,4259	0,3043	110,4000	51,8300	33,7600	49,0200
	2013	0,3691	0,2201	0,3551	0,3181	113,1100	93,0900	38,6300	54,2300
Endividamento Longo Prazo	2009	0,2530	0,2661	0,2000	0,2277	233,2500	60,7800	64,0800	62,2100
	2010	0,2614	0,2624	0,2375	0,2243	78,2900	55,4700	58,6600	44,8300
	2011	0,2547	0,2969	0,2678	0,1989	91,6700	51,0000	40,0700	49,4500
	2012	0,2386	0,2806	0,2171	0,2710	114,7300	56,6600	58,0600	50,5800
	2013	0,2269	0,2640	0,2539	0,2535	113,3700	63,9000	65,2900	48,9100
Endividamento Total	2009	0,6063	0,4685	0,5861	0,5439	147,8300	43,6300	14,9400	37,6200
	2010	0,6167	0,5303	0,5571	0,5698	55,7400	36,2900	23,3800	18,0800
	2011	0,5999	0,4694	0,6109	0,5503	66,8900	38,0400	13,5800	23,5400
	2012	0,6093	0,4885	0,6298	0,6152	104,3300	43,8300	16,0200	23,0900
	2013	0,6050	0,4788	0,6385	0,5770	103,3000	52,0300	25,9700	23,9900

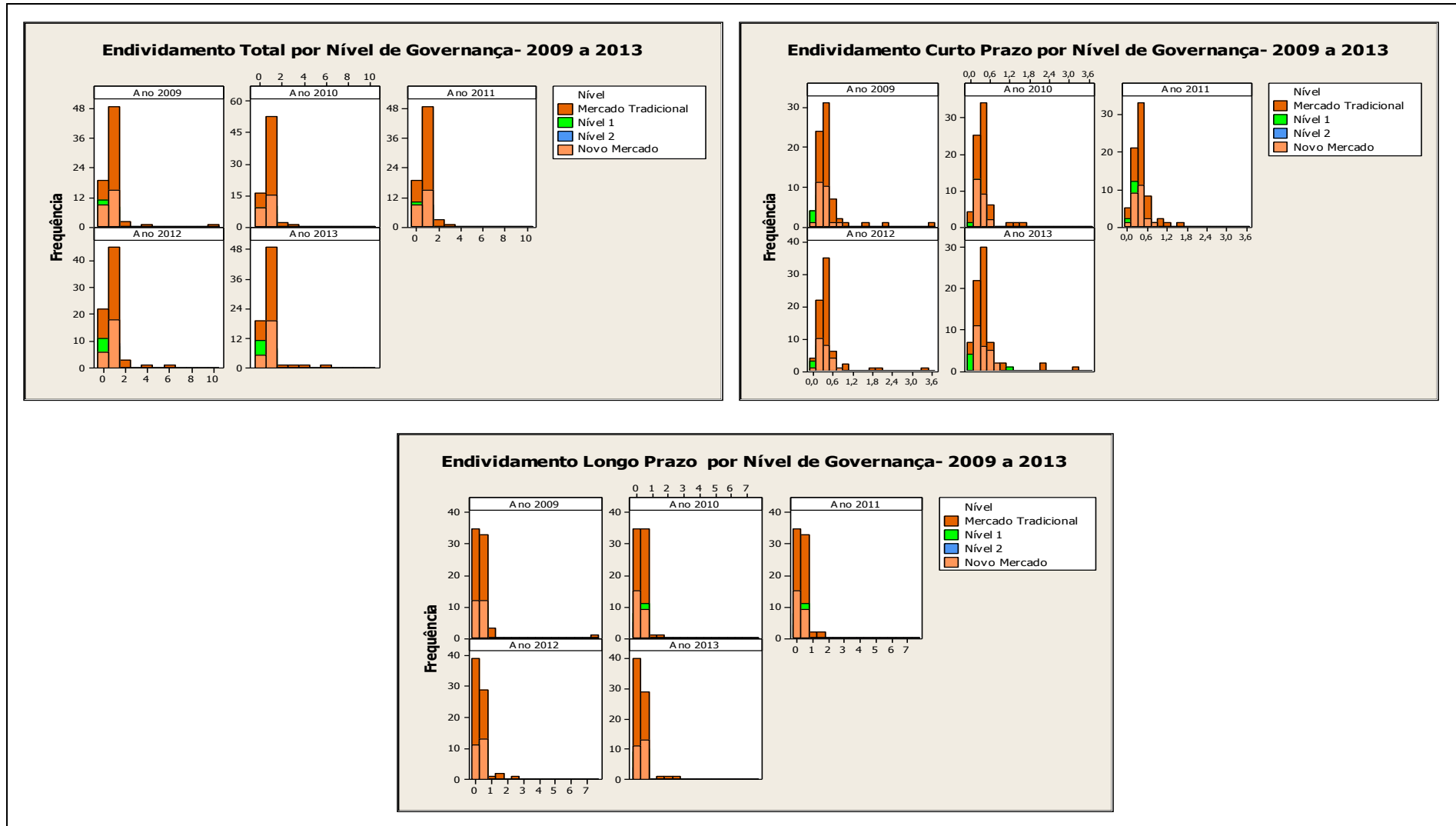
Fonte- Dados da Pesquisa

Já na Tabela 2, verifica-se que o Mercado Tradicional teve os maiores coeficientes de variação em todas as variáveis no período analisado. Por outro lado, as medianas apresentaram valores bem próximos, entre os anos analisados.

Conforme o Quadro 5, observa-se que o Mercado Tradicional apresentou maiores índices de endividamento (conforme demonstrado na Tabela 1), sendo essa diferença mais evidente na variável Endividamento de Curto Prazo.

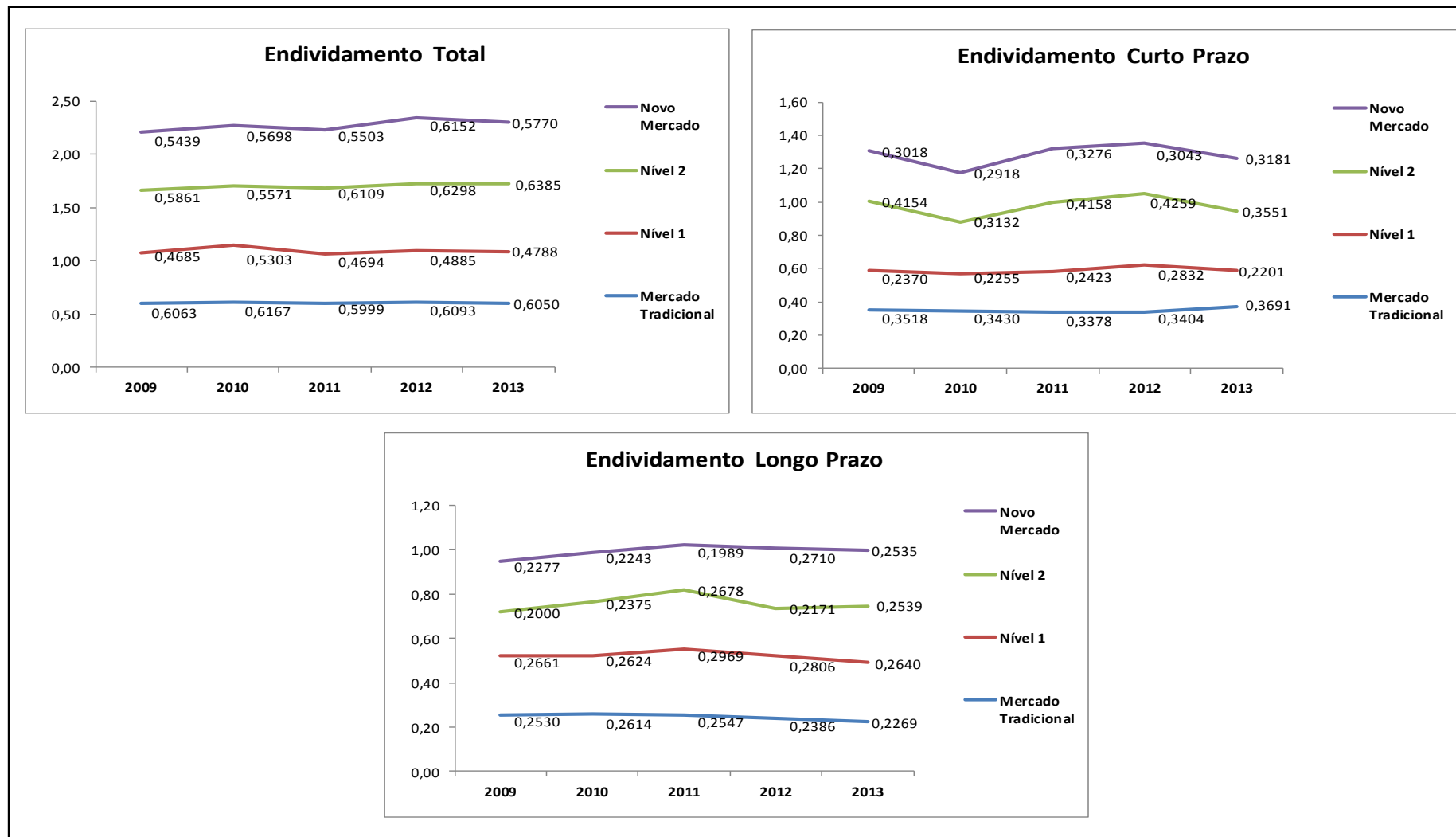
Conforme o Quadro 6, ao longo do período de 2009 a 2013, o Endividamento Total mostrou maior variação no Nível 1 (entre 2009 e 2011) e Novo Mercado (entre 2010 e 2011). Já em relação ao Endividamento Curto Prazo, verifica-se uma tendência de crescimento no Novo Mercado e Nível 2 a partir de 2010, e um declínio no ano de 2012. No Endividamento de Longo Prazo, com exceção do Novo Mercado, todos os níveis de Governança Corporativa sofreram quedas em seu endividamento mediano, sendo este impacto maior no Nível 2.

Quadro 5 – Histogramas Endividamento por Níveis de GC – N= 124



Fonte- Dados da Pesquisa

Quadro 6 – Gráfico Comportamento do Endividamento Mediano por Níveis de GC – N= 124



Fonte- Dados da Pesquisa

Para verificação da igualdade ou não dos valores medianos entre os 4 níveis de governança, das variáveis que descrevem o endividamento das empresas, se faz necessário a utilização do teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, cujos resultados são apresentados no Quadro 7 de acordo com a saída computacional original do *software Minitab for Windows*, versão 16. Em todos os testes estatísticos que serão apresentados o nível de significância utilizado foi o de 5%.

Com os testes de Kruskal-Wallis para a variável Endividamento Total, verifica-se que a hipótese de igualdade da mediana da variável analisada, entre os 4 níveis de governança, não foi rejeitada, em todos os anos, com exceção de 2009, que apresentou um p-valor de 0,019, dando fortes indícios de que pelo menos um dos grupos demonstra ter diferença significativa na estrutura de endividamento total

Quadro 7- Teste de Kruskal- Wallis – Endividamento Total – $N = 124$

Kruskal-Wallis Test 2009					Kruskal-Wallis Test 2010				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,6063	70,1	2,79	Mercado Tradicional	72	0,6167	68,8	2,31
Nível 1	19	0,4685	43,2	-2,55	Nível 1	19	0,5303	48,1	-1,9
Nível 2	9	0,5861	63,4	0,08	Nível 2	9	0,5571	58	-0,39
Novo Mercado	24	0,5439	54,5	-1,21	Novo Mercado	24	0,5698	56,6	-0,89
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 9,94 DF = 3 P = 0,019					H = 6,09 DF = 3 P = 0,107				
Kruskal-Wallis Test 2011					Kruskal-Wallis Test 2012				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,5999	66,4	1,43	Mercado Tradicional	72	0,6093	64	0,56
Nível 1	19	0,4694	47,3	-2,01	Nível 1	19	0,4885	48,8	-1,81
Nível 2	9	0,6109	76,4	1,21	Nível 2	9	0,6298	78,7	1,4
Novo Mercado	24	0,5503	57,6	-0,75	Novo Mercado	24	0,6152	62,7	0,03
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 6,07 DF = 3 P = 0,108					H = 4,72 DF = 3 P = 0,194				
Kruskal-Wallis Test 2013									
Nível	N	Median	Ave Rank	Z					
Mercado Tradicional	72	0,6050	64,7	0,79					
Nível 1	19	0,4788	50,9	-1,53					
Nível 2	9	0,6385	69,2	0,58					
Novo Mercado	24	0,5770	62,7	0,03					
Overall	124		62,5						
H = 2,56 DF = 3 P = 0,465									

Fonte- Dados da Pesquisa

No que se refere ao Endividamento de Curto Prazo (ver Quadro 8), pode-se dizer que houve diferença significativa entre os grupos em todos os períodos analisados na estrutura de endividamento, com exceção do ano de 2013 em que não se rejeitou a hipótese de igualdade das medianas dos grupos e para o ano de 2010 no qual o p-valor foi igual a 0,054 e muito próximo ao valor 0,05 do nível de significância do teste. Essas diferenças estão de acordo com estudo desenvolvido por Teixeira (2005), que relata que a preferência dos investidores brasileiros pelo curto prazo se dá devido a pouca previsibilidade da economia brasileira, incerteza e grande volatilidade, o que conseqüentemente prejudica o desenvolvimento do mercado de capitais.

Quadro 8- Teste de Kruskal- Wallis – Endividamento Curto Prazo – $N = 124$

Kruskal-Wallis Test 2009					Kruskal-Wallis Test 2010				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,3518	67,9	1,95	Mercado Tradicional	72	0,3430	67,6	1,86
Nível 1	19	0,2370	41	-2,83	Nível 1	19	0,2255	42,1	-2,69
Nível 2	9	0,4154	75,1	1,09	Nível 2	9	0,3132	65,1	0,23
Novo Mercado	24	0,3018	58,7	-0,58	Novo Mercado	24	0,2918	62,4	-0,02
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 9,78 DF = 3 P = 0,021					H = 7,65 DF = 3 P = 0,054				
Kruskal-Wallis Test 2011					Kruskal-Wallis Test 2012				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,3378	65,3	1,02	Mercado Tradicional	72	0,3404	64,7	0,79
Nível 1	19	0,2423	42,4	-2,65	Nível 1	19	0,2832	44,4	-2,38
Nível 2	9	0,4158	78,8	1,41	Nível 2	9	0,4259	85,9	2,03
Novo Mercado	24	0,3276	64	0,22	Novo Mercado	24	0,3043	61,5	-0,15
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 8,28 DF = 3 P = 0,041					H = 8,90 DF = 3 P = 0,031				
Kruskal-Wallis Test 2013									
Nível	N	Median	Ave Rank	Z					
Mercado Tradicional	72	0,3691	64,7	0,82					
Nível 1	19	0,2201	46,1	-2,17					
Nível 2	9	0,3551	70,4	0,69					
Novo Mercado	24	0,3181	65,8	0,51					
Overall	124		62,5						
H = 4,90 DF = 3 P = 0,179									

Fonte- Dados da Pesquisa

No Quadro 9, que ao nível de significância de 5% não houve rejeição da hipótese nula para o Endividamento Longo Prazo em todos os anos analisados, demonstrando dessa forma, que não houve diferenças significativas entre os grupos, pressupondo que as empresas não aumentam o seu volume mediano de Endividamento Longo Prazo ao ingressar nos níveis diferenciados da Governança Corporativa.

Quadro 9- Teste de Kruskal- Wallis – Endividamento Longo Prazo – $N = 124$

Kruskal-Wallis Test 2009					Kruskal-Wallis Test 2010				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,2530	64,9	0,88	Mercado Tradicional	72	0,2614	63,5	0,36
Nível 1	19	0,2661	61,2	-0,17	Nível 1	19	0,2624	64,7	0,29
Nível 2	9	0,2000	55,1	-0,64	Nível 2	9	0,2375	57,4	-0,44
Novo Mercado	24	0,2277	59,1	-0,52	Novo Mercado	24	0,2243	59,7	-0,43
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 0,94 DF = 3 P = 0,815					H = 0,45 DF = 3 P = 0,929				
Kruskal-Wallis Test 2011					Kruskal-Wallis Test 2012				
Nível	N	Median	Ave Rank	Z	Nível	N	Median	Ave Rank	Z
Mercado Tradicional	72	0,2547	63,2	0,25	Mercado Tradicional	72	0,2386	63,2	0,24
Nível 1	19	0,2969	65,8	0,43	Nível 1	19	0,2806	64,9	0,32
Nível 2	9	0,2678	65,8	0,28	Nível 2	9	0,2171	56,7	-0,51
Novo Mercado	24	0,1989	56,6	-0,9	Novo Mercado	24	0,2710	60,8	-0,27
Overall	124		62,5		Overall	124		62,5	
H = 0,91 DF = 3 P = 0,823					H = 0,41 DF = 3 P = 0,939				
Kruskal-Wallis Test 2013									
Nível	N	Median	Ave Rank	Z					
Mercado Tradicional	72	0,2269	63,8	0,46					
Nível 1	19	0,2640	62,2	-0,04					
Nível 2	9	0,2539	63,3	0,07					
Novo Mercado	24	0,2535	58,7	-0,58					
Overall	124		62,5						
H = 0,37 DF = 3 P = 0,947									

Fonte- Dados da Pesquisa

Em um segundo momento, foi realizada uma análise comparativa dos níveis de Governança Corporativa dentro dos setores de Utilidade Pública, Materiais Básicos e Bens Industriais, como apresentado no Quadro 10, utilizando-se o teste de Kruskal- Wallis para comparar os valores medianos dos níveis de Endividamento Total, Longo Prazo e Curto Prazo.

É importante salientar que o comportamento dos p-valores dos Quadros 8 e 9, observado sobretudo no período de 2012 a 2013 podem ter como uma das possíveis causas o desempenho econômico brasileiro em 2013 melhor que em 2012, apresentando um crescimento do Produto Interno Bruto, superior a 1% de 2012, com a expansão de investimento e da indústria, que sofreram retração no ano de 2012. (Revista Economia Brasileira, 2013).

Quadro 10- Teste de Kruskal- Wallis – Endividamento por Segmentos– N= 124

Utilidade Pública n = 61	2009		2010		2011		2012		2013	
	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W
Endividamento Total	0,053	7,670	0,090	6,500	0,456	2,610	0,375	3,110	0,431	2,750
Endividamento Longo Prazo	0,033	8,720	0,084	6,640	0,257	4,040	0,176	4,940	0,350	3,280
Endividamento Curto Prazo	0,550	2,110	0,307	3,610	0,106	6,110	0,038	8,440	0,255	4,060
Materiais Básicos n = 33	2009		2010		2011		2012		2013	
	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W
Endividamento Total	0,283	3,810	0,853	0,780	0,822	0,910	0,922	0,480	0,827	0,890
Endividamento Longo Prazo	0,671	1,550	0,547	2,120	0,478	2,490	0,429	2,770	0,131	5,630
Endividamento Curto Prazo	0,026	9,250	0,389	3,020	0,676	1,530	0,742	1,250	0,526	2,230
Bens Industriais n= 30	2009		2010		2011		2012		2013	
	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W	P-valor	K - W
Endividamento Total	0,674	1,530	0,441	2,700	0,607	1,840	0,781	1,080	0,588	1,930
Endividamento Longo Prazo	0,721	1,330	0,876	0,690	0,990	0,110	0,938	0,410	0,774	1,110
Endividamento Curto Prazo	0,344	3,320	0,487	2,440	0,373	3,130	0,141	5,460	0,325	3,470

Fonte- Dados da Pesquisa - K-W: valor numérico observado da estatística de Kruskal-Wallis.

Com base no Quadro 10, pode-se observar que no segmento Utilidade Pública, não se rejeitou a hipótese de igualdade entre os quatro níveis de Governança Corporativa no Endividamento Total entre 2009 e 2013, embora se deva salientar que o p-valor para o Endividamento Total no ano de 2009 foi bem próximo de 5% (5,3%). Já para o Endividamento Longo Prazo verificou-se que a hipótese nula foi rejeitada em 2009, e nos demais anos não se encontram diferenças significativas. Quanto ao Endividamento Curto Prazo, nota-se que apenas no ano de 2012 a hipótese nula foi rejeitada. Nos demais anos, não observa-se diferenças entre as medianas.

Em relação ao segmento Materiais Básicos, verifica-se a não rejeição da hipótese nula no período analisado de 2009 a 2013 quanto ao Endividamento Total e quanto ao Endividamento

Longo Prazo. Já para o Endividamento Curto Prazo, houve a rejeição da hipótese nula apenas no ano de ano de 2009.

Por fim, no segmento Bens Industriais nas três variáveis de Endividamento não se rejeitou a hipótese nula, ou dito de outra forma, a variável não foi influenciada em consequência da adoção das práticas de Governança Corporativa no período estudado, resultado concordante com os obtidos nos trabalhos desenvolvidos por Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011).

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os escândalos mundiais relacionados a fraudes contábeis de grandes empresas, nos EUA e outros países, trouxeram desconfiança por parte dos investidores, os quais, na maioria das vezes, não têm acesso à gestão das organizações. Normalmente, os acionistas aplicam seus recursos em companhias que eles acreditam que darão um melhor resultado a partir de uma gestão profissional em que eles confiam. Então, podemos perceber que a confiança é a base do relacionamento existente entre acionistas e gestores.

Diante do exposto acima, a Governança Corporativa surge como uma proposta para melhorar este relacionamento, propondo atitudes que as empresas devem tomar para gerar uma maior confiança aos donos do capital e também aos *stakeholders* como um todo.

Em países emergentes como o Brasil, sabe-se que o crédito e o financiamento são escassos, devido à burocracia envolvida, indisponibilidade de recursos monetários, custos muito elevados e prazos exíguos. Portanto, uma alternativa para as organizações na captação de recursos poderia ser o mercado de capitais, por meio de emissão de ações.

Neste sentido, a transparência e responsabilidade da empresa tende a gerar uma harmonia entre gestores e acionistas, diminuindo o custo de capital próprio, que já é menos arriscado que o endividamento.

Nesse contexto, diante da crescente importância do tema, vários esforços têm sido empreendidos no Brasil com a finalidade de difundir e aperfeiçoar as boas práticas da Governança Corporativa. Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou os níveis diferenciados, cujo objetivo é destacar empresas comprometidas com uma maior transparência e as melhores práticas da governança corporativa, de forma voluntária. São três diferentes níveis com grau de exigência crescente quanto à adoção das práticas diferenciadas da Governança Corporativa.

Assim, esta pesquisa teve como objetivo verificar se a estrutura de endividamento das empresas dos setores de utilidade pública, bens industriais e materiais básicos no período de 2009 a 2013, se dá forma diferenciada entre os níveis diferenciados da Governança Corporativa e Mercado Tradicional.

O método estatístico utilizado para análise dos dados foi o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis para comparação das medianas das variáveis de endividamento nos quatro níveis de governança. E em segundo momento o mesmo teste foi utilizado para comparar os níveis diferenciados de Governança Corporativa dentro de cada setor.

Os resultados obtidos mostraram que as empresas analisadas apresentaram diferenças no nível mediano de endividamento de Curto Prazo em todos os anos, com exceção de 2013. Esses resultados corroboram com os estudos de Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) em que as empresas inseridas no Mercado Tradicional tem maior dificuldade de acesso a recursos de longo prazo, e sendo assim, recorrem ao endividamento de curto prazo, conforme a análise descritiva demonstrada na Tabela 1. Em relação ao Endividamento Longo Prazo constatou-se a não rejeição da hipótese de igualdade das empresas em todos os anos analisados, ou seja, esse tipo de endividamento não é influenciado pela adoção das práticas da Governança Corporativa. Já para o Endividamento Total, apenas no ano de 2009 se rejeitou a hipótese de igualdade das medianas. O fato dos resultados obtidos em 2009 apresentarem um p-valor menor nos três diferentes níveis de endividamento, pode ter sido causa de uma reação à crise do *subprime* no ano de 2008, e que possivelmente impactou no ano seguinte na estrutura de endividamento das empresas.

As diferenças entre as medianas em boa parte do Endividamento Curto Prazo e em todos os anos analisados do Endividamento Longo prazo entre as empresas do Mercado Tradicional e o Nível 1, pode ter como uma das possíveis causas a ideia de que a qualidade da governança corporativa pode elevar a confiança do acionista na empresa e, conseqüentemente, gerar um aumento no valor da ação da companhia, e assim diminuindo o custo de capital próprio. Isto pode estimular a captação de recursos sem contrair empréstimos de curto ou longo prazo

Por fim, esse estudo trouxe contribuições sobre o tema, ao revelar que a Governança Corporativa influencia a estrutura de endividamento das empresas do setoredde utilidade pública, bens industriais e materiais básicos no período de 2009 a 2013. É interessante ressaltar que toda discussão sobre as questões que inerentes a este tema são importantes à medida que incentivem a busca por novos estudos no Brasil e no mundo, com o objetivo de proporcionar maior consistência ao mesmo.É importante salientar que outras análises sobre este assunto são possíveis, porém, não foi objetivo deste trabalho, sendo os resultados obtidos, característicos da amostra e do período analisado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, Cesar Augusto Tibúrcio. *Administração do Capital de Giro*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. In: 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP. São Paulo, 2004.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BOVESPA-. *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. Disponível em <www.bovespa.com.br> Acesso em 16.01.15.

BRAV, Alon; GECSY, Christopher e GOMPERS, Paul A. Is the abnormal return following equity issuances anomalous? *Journal of Financial Economics*, v. 56, n. 2, p. 209-49, May 2000.

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

CARVALHO, A. G. *Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA*: trabalho preparado para a BOVESPA. Departamento de Economia, Universidade de São Paulo, jan/2003.

CICOGNA, Maria Paula Vieira; VALLE, Mauricio Ribeiro do; TONETO JUNIOR, Rudinei. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós- Graduação em Administração – ENANPAD. Brasília, 2005.

COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S.; BRAGA, L. O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico sobre o Nível 1. In: XXXVII Assembleia do Conselho latino-americano das Escolas de Administração - CLADEA. Porto Alegre: UFRGS, 2002.

DALMÁCIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcerino. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. In: XXVII Encontro Nacional da ANPAD – ENANPAD. Atibaia, 2003.

GITMAN, L. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC –. *Pesquisa sobre governança corporativa*. Novembro, 2001. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15.01.15.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p. 305-360, October, 1976.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, p. 3-27, October, 2000.

LEAL, Ricardo, VALADARES, Sílvia. *Ownership and control structure of Brazilian companies*. Unpublished Working Paper. 2002. Disponível em <<http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>,> Acesso em Janeiro de 2015.

LELAND, Hayne E. e PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 371-87, may 1977.

LEHMANN, E. L. *Nonparametrics: Statistical Methods Based on Ranks*. Editora: Holden Day, Inc, 1975.

LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: o conselho da Empresa e o Conselho de Administração*. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOUGHRAN, Tim e RITTER, Jay R. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 1, p. 23-51, Mar. 1995.

MATARAZZO, Dante C. Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARQUES, Wagner Luiz, Contabilidade Geral I – Segundo a Lei 11638/2007 das sociedades anônimas – Passo a passo da Contabilidade. Gráfica Vera Cruz. Cianorte – Paraná e <http://books.google.com.br>. 2010. Postado no Google em Novembro de 2010. Acesso em Junho de 2015.

MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. *Panorama de Governança Corporativa no Brasil*. São Paulo, 2001. 44p.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-97, June 1958.

MONACO, Douglas Cláudio. *Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado).

MONFORTE, J. G. Introdução. In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

MYERS, Stewart C. e MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-222, June 1984. PEROBELLI, F.F.C., SILVEIRA, A.M., BARROS, L.A.B.C. e ROCHA, F.D. Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: Um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade. In: XXIX Encontro Nacional da ANPAD – ENANPAD. Brasília, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina*. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em: www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>. Acesso em Janeiro de 2015.

REVISTA ECONOMIA BRASILEIRA. Edição Especial do Informe Conjuntural. Ano 29, n.04, dezembro de 2013. Disponível em <www.cni.org.br> Acesso em Junho 2015.

RODRIGUES, A. A pesquisa experimental em psicologia e educação. 2 ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1976

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. e JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporatefinance*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR, N. J. Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento. 2 ed. Porto Alegre: Artmed, 2006. 448 p.

SILVA, Edson Cordeiro da. *Governança Corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP*. São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out/nov/dez – 2004.

SILVEIRA, A. M. *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa*. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002. (Dissertação de Mestrado).

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro, 2004.

SIRQUEIRA, A. B. de; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. de. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. *Revista Economia*, vol. 7, n. 3, p. 521–544, set/dez 2007

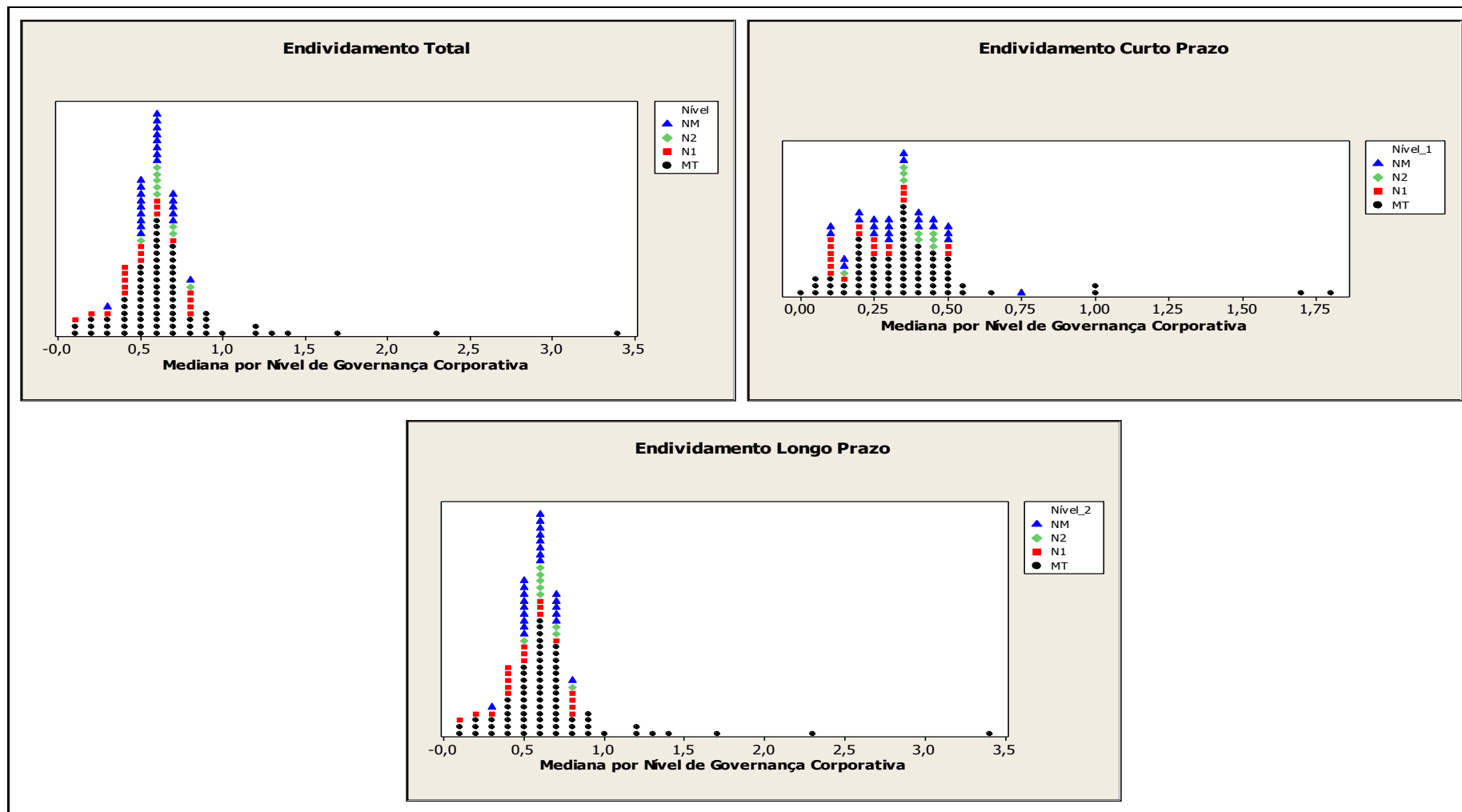
TEIXEIRA, N. O mercado de capitais brasileiro a luz de seus avanços e desafios. In Bacha, E. L. & Oliveira Filho, L. C., editors, *Mercado de Capitais e Crescimento Econômicos: Lições Internacionais, Desafios Econômicos*, p. 113–158. Contra Capa Livraria, Rio de Janeiro, 2005.

VASCONCELLOS, P. C. Governança corporativa diz respeito à criação de valor. *Revista RI - Relações com Investidores*. N. 52. p. 19-20. Jun/2002.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A Influência da Governança Corporativa no Desempenho e na Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, vol. 7, p. 49-67, 2011.

ANEXOS

Figura A1-Dotplot Endividamento Mediano dos Níveis de Governança



Quadro A1-Empresas por Nível de Governança e Setor

EMPRESA	NÍVEL	SETOR
AES ELPA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
AES TIETE S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	MT	UTILIDADE PÚBLICA
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	N2	UTILIDADE PÚBLICA
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	N1	UTILIDADE PÚBLICA
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	N2	UTILIDADE PÚBLICA
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSIS S.A.- CEMAT	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N1	UTILIDADE PÚBLICA
CIA BRASILIANA DE ENERGIA	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	N1	UTILIDADE PÚBLICA
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	N1	UTILIDADE PÚBLICA
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1	UTILIDADE PÚBLICA
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CPFL ENERGIA S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	N1	UTILIDADE PÚBLICA
DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	N1	UTILIDADE PÚBLICA
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N2	UTILIDADE PÚBLICA
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL	MT	UTILIDADE PÚBLICA
ENERGISA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
ENEVA S.A	NM	UTILIDADE PÚBLICA
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA	MT	UTILIDADE PÚBLICA
INVESTCO S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
LIGHT S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
REDE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
RENOVA ENERGIA S.A.	N2	UTILIDADE PÚBLICA
RIO GRANDE ENERGIA S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
TERMOPERNAMBUCO S.A.	MT	UTILIDADE PÚBLICA
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM	UTILIDADE PÚBLICA
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	N2	UTILIDADE PÚBLICA
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SENEAM- CASAN	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SÃO PAULO	NM	UTILIDADE PÚBLICA
COPASA MG	NM	UTILIDADE PÚBLICA
SANEPAR	MT	UTILIDADE PÚBLICA
SANESALTO	MT	UTILIDADE PÚBLICA
CEG	MT	UTILIDADE PÚBLICA
COMGAS	MT	UTILIDADE PÚBLICA
PARANAPANEMA	NM	MATERIAIS BÁSICOS

EMPRESA	NÍVEL	SETOR
ALIPERTI	MT	MATERIAIS BÁSICOS
FIBAM	MT	MATERIAIS BÁSICOS
MANGELS INDL	N1	MATERIAIS BÁSICOS
PANATLANTICA	MT	MATERIAIS BÁSICOS
TEKNO	MT	MATERIAIS BÁSICOS
FERBASA	N1	MATERIAIS BÁSICOS
GERDAU	N1	MATERIAIS BÁSICOS
GERDAU MET	N1	MATERIAIS BÁSICOS
SID NACIONAL	MT	MATERIAIS BÁSICOS
USIMINAS	N1	MATERIAIS BÁSICOS
EVORA	MT	MATERIAIS BÁSICOS
METAL IGUAÇU	MT	MATERIAIS BÁSICOS
DURATEX	NM	MATERIAIS BÁSICOS
EUCATEX	N1	MATERIAIS BÁSICOS
CELULOSE IRANI	MT	MATERIAIS BÁSICOS
CIA MELHORAMENTOS	MT	MATERIAIS BÁSICOS
FIBRIA CELULOSE S.A	NM	MATERIAIS BÁSICOS
KLABIN S.A	N2	MATERIAIS BÁSICOS
SANTHER FAB DE PAPEL	MT	MATERIAIS BÁSICOS
SUZANO HOLDING	MT	MATERIAIS BÁSICOS
SUZANO PAPEL E CELULOSE	N1	MATERIAIS BÁSICOS
CIA PROVIDENCIA	NM	MATERIAIS BÁSICOS
MAGNESITA REFRACTORIOS	NM	MATERIAIS BÁSICOS
SANSUY	MT	MATERIAIS BÁSICOS
MMX MINERAÇÃO	NM	MATERIAIS BÁSICOS
VALE S.A	N1	MATERIAIS BÁSICOS
FERTILIZANTES HERINGER	NM	MATERIAIS BÁSICOS
BRASKEM	N1	MATERIAIS BÁSICOS
ELEKEIROZ	MT	MATERIAIS BÁSICOS
GPC PART	MT	MATERIAIS BÁSICOS
UNIPAR	MT	MATERIAIS BÁSICOS
CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL	MT	MATERIAIS BÁSICOS
D H B	MT	BENS INDUSTRIAIS
FRAS-LE	N1	BENS INDUSTRIAIS
IOCHP-MAXION	NM	BENS INDUSTRIAIS
MARCOPOLO	N2	BENS INDUSTRIAIS
METAL LEVE	NM	BENS INDUSTRIAIS
PLASCAR PART	MT	BENS INDUSTRIAIS
RANDON PART	N1	BENS INDUSTRIAIS
RECRUSUL	MT	BENS INDUSTRIAIS
TUPY	NM	BENS INDUSTRIAIS
WETZEL S/A	MT	BENS INDUSTRIAIS
MINAS MAQUINAS	MT	BENS INDUSTRIAIS
WLM	MT	BENS INDUSTRIAIS
METALFRIO	NM	BENS INDUSTRIAIS
FORJAS TAURUS	N2	BENS INDUSTRIAIS
ELETRO AÇO ALTONA	MT	BENS INDUSTRIAIS
METISA	MT	BENS INDUSTRIAIS
BAUMER S.A	MT	BENS INDUSTRIAIS
BARDELLA	MT	BENS INDUSTRIAIS
INDS ROMI	NM	BENS INDUSTRIAIS
INEPAR	N1	BENS INDUSTRIAIS
KEPLER WEBER	MT	BENS INDUSTRIAIS
NORDON MET	MT	BENS INDUSTRIAIS
LUPATECH	MT	BENS INDUSTRIAIS
SCHULZ S.A	MT	BENS INDUSTRIAIS
WEG S.A	MT	BENS INDUSTRIAIS
EMBRAER	NM	BENS INDUSTRIAIS
CONTAX PARTICIPAÇÕES	N2	BENS INDUSTRIAIS
CSU CARDSYST	NM	BENS INDUSTRIAIS
DTCOM DIRECT	MT	BENS INDUSTRIAIS
VALID SOLUÇÕES	NM	BENS INDUSTRIAIS