

## **Governança Corporativa: uma avaliação da geração de valor pelo Economic Value Added (EVA)**

### **Artigo Completo**

José A. Moura Aranha (Universidade Católica Dom Bosco - UCDB) [jaranha@terra.com.br](mailto:jaranha@terra.com.br)

Gilmara Flores Scampini (Universidade Católica Dom Bosco - UCDB) [gilmara.flores@hotmail.com](mailto:gilmara.flores@hotmail.com)

Alexandre Menezes Dias (Universidade Católica Dom Bosco – UCDB). [alexandre.menezes@ufms.br](mailto:alexandre.menezes@ufms.br)

Caroline Pereira Moura Aranha (Universidade Estadual Paulista “Julio de Mesquita Filho”-Instituto de Biociências, Letras e Ciências Exatas). [Carol\\_aranha@hotmail.com](mailto:Carol_aranha@hotmail.com)

### **Resumo:**

Este artigo objetiva avaliar se existem diferenças na geração de valor mensuradas pelo Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) entre empresas do setor financeiro listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. O estudo mensura pelo método Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) a geração de riqueza em empresas do setor financeiro, faz a análise de variância (ANOVA) para a comparação das médias e pelo Teste de Tukey ao nível de significância de 5%, verifica se existe diferença mínima significativa na geração de valor entre essas empresas. A princípio, as empresas listadas nos níveis de governança possuem uma gestão com mais controle e mais transparência, portanto, essa questão leva à seguinte indagação: há diferenças estatisticamente significativas na geração de valor entre empresas do setor financeiro listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa? A metodologia contou com método estatístico a análise da variância (ANOVA) para comparação das médias e o Teste de Tukey com nível de probabilidade de 5% para verificação da diferença mínima significativa, pesquisa em banco de dados públicos para coleta das demonstrações contábeis do exercício de 2013 das companhias que compuseram a amostra e pesquisa bibliográfica para o referencial teórico. O resultado apresentado evidenciou que estatisticamente não houve diferença significativa na geração de valor no período pesquisado.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Economic Value Added - EVA<sup>®</sup>, .Mercado de Capitais.

### **1 Introdução**

Em vista da notória expansão dos mercados de capitais em países desenvolvidos e em desenvolvimento, a governança corporativa tem intuito de superar o conflito entre executivos, acionistas e outras partes interessadas, ou seja superar os conflitos de agência. Trata-se de um modelo de gestão de negócios no qual é criado um diferencial no mercado dando maior proteção aos investidores.

O interesse pelo estudo da Governança Corporativa advém da probabilidade de impulsionar significativamente as empresas na busca de novas alternativas de investimentos, além da utilização de controles mais eficientes e transparentes.

A implementação da Governança Corporativa pode ser um diferencial na captação de recursos, uma vez que os investidores passam a optar por investir acreditando que com uma estrutura eficiente e transparente, consequentemente minimiza possíveis conflitos e eleva o valor de mercado.

No Brasil, os principais disseminadores das boas práticas de governança corporativa são a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a BM&F Bovespa e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Criou-se então os níveis caracterizados como Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais com o intuito de valorizar as empresas e ao mesmo tempo despertar interesse dos investidores.

Frente à definição de Governança Corporativa e a expectativa dos investidores, espera-se com este artigo contribuir na demonstração da relação geração de valor entre as empresas com ou sem governança listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBovespa. O estudo mensura pelo método Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) a geração de riqueza em empresas do setor financeiro, pela análise de variância (ANOVA) faz a comparação das médias e pelo Teste de Tukey ao nível de significância de 5%, verifica se existe diferença mínima significativa na geração de valor entre essas empresas.

## 2 Metodologia

A metodologia contou com método estatístico a análise da variância (ANOVA) para comparação das médias e o Teste de Tukey com nível de probabilidade de 5% para verificação da diferença mínima significativa, pesquisa em banco de dados públicos para coleta das demonstrações contábeis do exercício de 2013 das companhias que compuseram a amostra e pesquisa bibliográfica para o referencial teórico.

### 2.1 Governança corporativa

A primeira fundamentação sobre a Governança Corporativa se deu através da Teoria da Agência ou Teoria do Agente Principal formalizada no artigo seminal de Jensen e Meckling (1976). Esse estudo, segundo o IBGC é considerado a principal abordagem formal deste tema, no qual os autores avaliam o conflito entre a propriedade, neste caso a agência, em relação ao valor das companhias, ou seja, o problema da agência ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas (majoritários e minoritários), o que acaba afetando o desempenho da empresa.

Diante disso, pode-se citar um dos grandes escândalos que ocorreu no mercado norte-americano, no qual teve uma repercussão negativa voltada ao sistema de gerenciamento antiético dos administradores e o frágil controle, resultando em crise no mercado de capitais com danos aos seus investidores, funcionários e população.

Conforme Sirqueira e Kalatzis (2006, p. 2), as práticas de governança ganharam importância em tempos recentes.

O conceito de governança corporativa tem se intensificado e adquirido maior importância a partir da década de 90. Essa intensificação deve-se, principalmente, às mudanças como a abertura de mercado, a maior dificuldade de obtenção de financiamento e o aumento da competitividade, que trouxeram a necessidade de acesso das empresas ao mercado de capitais. Além disso, escândalos como os que envolveram as empresas Parmalat, Enron e World Com, tanto no Brasil como nos Estados Unidos favoreceram o destaque do assunto.

Para diminuir os problemas decorrentes da falta de alinhamento entre os objetivos da agência e das companhias, foi criado um conjunto de regras, denominado Governança Corporativa.

No Brasil a Governança Corporativa surgiu em pouco tempo, segundo Lodi (2000), nos anos 70 surgiram os primeiros Conselhos de Administração. Em 1976 nasce as Leis de Sociedades Anônimas com o objetivo de dividir os poderes entre a direção e o conselho de administração. Nos anos 80, com a influência da BM&FBOVESPA, CVM e Bolsa do Rio de Janeiro surgiu os Fundos de Pensão e de Investimentos (LODI, 2000, p. 18).

Em 90, nos Estados Unidos e Grã Bretanha, o termo Governança Corporativa foi criado para determinar as regras dentro de uma companhia entre os acionistas e administradores, com base nisso, em 94 no Brasil, o administrador de empresas Bengt Hallqvist e o professor e consultor João Bosco Lodi idealizaram uma entidade capaz de formular e debater questões do universo dos conselheiros de administração. Em 95, um grupo de 36 pessoas, entre empresários, conselheiros, executivos, consultores e estudiosos fundaram o IBCA que em 99 passou a denominar-se IBGC, reconhecido nacional e internacionalmente como principal referência na difusão das melhores práticas da governança na América Latina. No mesmo ano lançou-se o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2014).

No ano 2000 a BM&FBovespa criou o Novo Mercado, uma listagem especial, no qual somente empresas que se comprometem com as várias regras relacionadas à governança corporativa e proteção dos investidores podem ser inseridas no mercado de ações e negociar seus títulos imobiliários. No ano de 2001 a Lei das Sociedades Anônimas foi revisada e em 2002 a CVM publicou uma Cartilha sobre Governança Corporativa para orientação sobre o relacionamento entre acionistas, conselheiros, administradores e afins (IBGC, 2014).

Segundo Lodi (2000, p. 19), Governança Corporativa é o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*: empregados, credores e clientes.

A aplicação dos princípios da governança corporativa está ligado diretamente a conduta adotada pelos gestores e diretores da organização. O papel exercido por eles é construído juntamente com as regras de conduta, estatuto social, código de ética, entre outros que fazem parte da cultura da empresa, adquirindo dessa forma melhor desempenho e respeito tanto na parte jurídica como administrativa.

Conforme Lodi (2000, p. 19), a missão do Conselho de Administração está baseada em:

- a) **Fairness**: traduzida por senso de justiça e de equidade para com os acionistas minoritários contra transgressões de majoritários e gestores;
- b) **Disclosure**: usualmente chamada de transparência, com dados acurados, registros contábeis fora de dúvida e relatórios entregues nos prazos combinados;
- c) **Accountability**: responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões de negócios;
- d) **Compliance**: obediência e cumprimento das leis do país.

Para Andrade e Rossetti (2004) esses são os quatro pilares que sustentam uma boa governança.

Uma organização que adota as boas práticas leva em consideração até mesmo a participação dos representantes minoritários visando garantir o equilíbrio entre as partes. A principal

ferramenta na verificação de fraudes é a transparência, no qual exige o envolvimento de toda a administração e demais interessados. A prestação de contas deve ser realizada de forma clara e com responsabilidade, uma forma de transmitir essa clareza é por meio do balanço patrimonial. O cumprimento de regulamentos e leis específicas é uma forma de evitar possíveis desvios.

Conforme a BM&FBovespa, existem quatro segmentos que procuram estimular as negociações e ao mesmo tempo valorizar as organizações: o Novo Mercado, o Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais.

O Novo Mercado é destinado a negociações de ações através de voto, trata-se de organizações que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais as que são exigidas pela legislação brasileira. Possui valorização e liquidez positiva frente ao grau de segurança através das informações prestadas.

O Nível 1, adota práticas que favorecem a transparência e o acesso as informações pelos investidores.

O Nível 2, é similar ao novo mercado com algumas exceções, possui um conjunto de práticas de governança corporativa mais amplo, constando os direitos referente aos sócios.

O Bovespa Mais, com captações menores, foi idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas empresas e médias companhias.

## **2.2 Economic Value Added (EVA®)**

EVA Economic Value Added ou Valor Econômico Adicionado originou-se a partir dos anos 60 nos EUA através dos estudos realizados por Joel M. Stern e G. Bennet Stewart III que posteriormente patentearam o termo e fundaram a empresa de consultoria e finanças corporativas Stern Stewart & Co em 1982.

A sociedade obteve êxito em seu desenvolvimento com a difusão do EVA® como ferramenta principal de avaliação do valor de mercado das empresas, no entanto que atualmente possui escritórios na América do Norte, América do Sul, Europa, Ásia, Austrália e África do Sul.

O EVA é, segundo Stern Stewart, uma medida de lucro econômico da empresa e a base de um sistema integrado de gestão financeira e de remuneração variável, ou seja, corresponde ao lucro operacional líquido após os impostos, menos os encargos sobre o capital investido na empresa.

O modelo de gestão é criado através de um sistema de remuneração baseado em plano de bônus, com o intuito de, segundo Ehrbar (1999, p.77), alinhar interesses da administração e dos acionistas, dando aos administradores a motivação para escolherem estratégias e tomarem decisões operacionais que maximizem a riqueza dos acionistas. Em outras palavras, a finalidade de um projeto de gestão é fazer com que a administração e até mesmo os funcionários de uma empresa passem a agir e pensar como acionistas.

## **2.3 Cálculo do EVA**

Várias são as fórmulas para o cálculo do EVA®, porém neste trabalho optou-se pela maneira como Assaf Neto (2000, p. 240) sugere, conforme a equação seguinte:

$$EVA = (ROI - CMPC) \times Investimento$$

Onde:

EVA: Economic Value Added ou Valor Econômico Agregado;

ROI: Return on Investment ou Retorno sobre o Investimento;

CMPC: Custo Médio Ponderado de Capital; e

Investimento: Capital Investido

Busca-se calcular uma média ponderada entre as formas de aquisição de recursos, considerando o custo de capital total da empresa.

## 2.4 ROI - Return on Investment

Segundo Assaf Neto (2000, p. 230), ROI é definido em português como Retorno sobre o Investimento ou taxa de retorno produzida pelo capital próprio investido na empresa. Em outras palavras, ROI é a relação entre o resultado positivo ou negativo de recursos adquiridos através de um investimento sendo ele com capital próprio ou de terceiros. Pode ser obtido pela seguinte fórmula adaptada por Assaf Neto (2000, p. 213):

$$ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}}$$

Onde:

ROI: Return on Investment ou Retorno sobre o Investimento;

Lucro Operacional: lucro operacional após IR; e

Investimento: financiamentos, exigível a longo prazo, patrimônio líquido, etc.

## 2.5 WACC – Weighted Average Cost of Capital

WACC ou CMPC Custo Médio Ponderado de Capital é uma média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros. Segundo Assaf Neto (2000, p. 242) é formado como consequência da estratégia de financiamento adotado pela empresa, definida essencialmente por sua capacidade de acesso a fontes de capital menos onerosas que permitem minimizar o custo de capital.

O cálculo do custo médio ponderado de capital pode ser obtido pela seguinte fórmula adaptada por Assaf Neto (2000, p. 238):

$$CMPC = W_1 \times K_1 + W_2 \times K_2$$

Onde:

CMPC: custo médio ponderado de capital das várias fontes de financiamento utilizadas pela empresa;

$W_1$ : proporção de fundos de terceiros na estrutura de capital, através da fórmula:

$$W_1 = \frac{\text{Passivo Oneroso}}{\text{Investimento}}$$

$K_i$ : custo do capital de terceiros, segundo Assaf Neto (2000, p. 238) é uma taxa explícita obtida pela relação entre as despesas financeiras (juros) e os passivos onerosos geradores desses encargos, obtidos através da fórmula:

$$K_i = \frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Passivo Oneroso}}$$

Onde:

Passivo Oneroso: custos mensais como juros, encargos, financiamento, empréstimos, etc.

$W_2$ : proporção de fundos próprios na estrutura de capital, através da fórmula:

$$W_2 = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Investimento}}$$

$K_e$ : custo do capital próprio, ou seja, reflete o custo de oportunidade dos proprietários. Conforme Assaf Neto (2000, p. 238) é a melhor taxa de retorno de risco semelhante a que o investidor renunciou para aplicar seus recursos no capital da empresa. Admitiu-se neste estudo um custo de capital próprio de 16% com base na taxa SELIC vigente em 18 de Abril de 2014 mais 5,1% a título de prêmio pelo risco.

## 2.6 Análise da Variância (ANOVA)

A comparação de várias médias se dá pela análise da variância (ANOVA) que é um método estatístico desenvolvido por Sir Reinald A. Fisher anos 30 que através de testes de igualdades de médias, verifica se fatores produzem mudanças sistemáticas em algumas variáveis de interesse (FONSECA & MARTINS, 1996).

Portanto, essa técnica estatística permite verificar se existe uma diferença significativa entre as médias e se os fatores exercem influência em alguma variável dependente.

Para Vieira (1999), “Para fazer a análise da variância, é preciso pressupor que os erros são variáveis aleatórias independentes com distribuição normal de média zero e variância constante”.

Sampaio (1998) também compartilha essas pressuposições ao afirmar que:

Algumas premissas deverão ser expressas para que a implantação de uma análise de variância seja adequada:

- a) A resposta que esta sendo analisada dever ser uma variável com distribuição normal.
- b) Os tratamentos onde esta resposta esta sendo medida devem apresentar variâncias iguais. Este princípio, conhecido como homocedasticidade, reconhece que a instabilidade de uma variável não depende do grupo experimental onde ela esta sendo medida.
- c)

Para Vieira (1999), para fazer a análise da variância em blocos, como é o caso desta pesquisa, é preciso calcular as seguintes quantidades:

a) Os graus de liberdade:

- Do total:  $n - 1$
- De tratamentos:  $k - 1$
- De blocos:  $r - 1$
- Do resíduo:  $(n - 1) - (k - 1) - (r - 1) = n - k - r + 1$

b) O valor C, conhecido como correção:

$$C = \frac{(\sum y)^2}{n}$$

c) A soma de quadrados total

$$SQT = \sum y^2 - C$$

d) A somade quadrados de tratamentos:

$$SQT_r = \frac{\sum T^2}{rm} - C$$

e) A soma de quadrado de blocos

$$SQB = \frac{\sum B^2}{km} - C$$

f) A soma de quadrado do resíduo

$$SQR = SQT - SQT_r - SQB$$

g) O quadrado médio de tratamentos:

$$QMT_r = \frac{SQT_r}{k - 1}$$

h) O quadrado médio de blocos:

$$QMB = \frac{SQB}{r - 1}$$

i) O quadrado médio do resíduo:

$$QMR = \frac{SQR}{n - k - r + 1}$$

j) O valor de F para tratamentos:

$$F_T = \frac{QMT_r}{QMR}$$

k) O valor de F para blocos:

$$F_B = \frac{QMB}{QMR}$$

## 2.7 Teste F

Testes de significância, também conhecidos como Testes de Hipóteses, correspondem a uma regra decisória que permite rejeitar ou não uma hipótese estatística com base nos resultados de uma amostra. Neste caso a hipótese nula é que todos os tratamentos tenham médias iguais, isto é:

$$H_o : \mu_1 = \mu_2 = \mu_s = \dots = \mu_k$$

E que todas as “k” populações dos tratamentos tenham a mesma variância:  $\sigma^2$ .

A hipótese alternativa é de que pelo menos um par de médias seja diferente:  
 $H_1 : \mu_p \neq \mu_q$  para  $q \neq p$ .

A aceitação de  $H_o$  revelará que o fator considerado não acarreta mudanças significativas na variável de estudo. Por outro lado, a rejeição de  $H_o$  indicará, com risco  $\alpha$ , que o fator exerce influência sobre a variável de estudo (FONSECA & MARTINS, 1996).

O F teve sua fundamentação apresentada em 1924 por Fischer, de forma que o seu valor calculado deve ser comparado com o valor de F tabelado segundo os graus de liberdade da fonte testada e do resíduo. Caso o valor do F calculado for maior que o valor de F tabelado, rejeita-se a hipótese de nulidade  $H_o$ , ou seja, existem evidências de diferença significativa entre pelo menos um par de médias de tratamentos, ao nível de  $\alpha$  significância escolhido. Caso contrário, não rejeita-se a hipótese de nulidade  $H_o$ , isto quer dizer que não há evidências de diferença significativa entre os tratamentos, para o mesmo nível de significância escolhido.

Quando a análise de variância demonstra que as médias não são estatisticamente iguais, ou seja, quando a hipóteses de nulidade  $H_o$  é rejeitada, aplica-se teste para comparar médias, neste caso procura-se identificar a *diferença mínima significativa* (dms) entre duas médias (VIEIRA, 1999).

Para Vieira (1999, p. 60) “Foram propostas diversas maneiras de calcular a diferença mínima significativa. Cada proposta é, na realidade, um teste que, em geral, leva o nome do autor. Não existe um procedimento para a comparação de médias que seja definitivamente “melhor” que todos os outros”.

Ainda segundo Vieira (1999) e Sampaio (1998), os testes mais frequente elegidos na



experimentação são:

- a) Teste t de Student
- b) Teste de Tukey
- c) Teste de Duncan
- d) Teste de Dunnett
- e) Teste de Student-Newman-Keuls (SNK)
- f) Teste de Scheffé

## 2.8 Teste de Tukey

Para comparação das médias optou-se neste trabalho pelo Teste de Tukey.

O valor de diferença mínima significativa (dms) é dada da seguinte forma:

$$dms(Tukey) = q \sqrt{\frac{QMR}{r}}$$

onde q é o valor tabelado por Tukey, QMR é o quadrado médio do resíduo da análise da variância e r é o número de repetições de cada um dos tratamentos. De acordo com o teste, duas médias são estatisticamente diferentes toda vez que o valor absoluto da diferença entre elas for igual ou maior do que a d.m.s. (VIEIRA, 1999).

## 3 Análise de Resultados

O estudo foi realizado com amostra de 12 empresas do setor financeiro listadas na Bolsa de Valores de São Paulo BM&Fbovespa, sendo 6 dessas empresas não listadas nos níveis de governança corporativa e outras 6 empresas listadas nos níveis Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 conforme demonstrado na Tabela 01.

Os dados econômicos financeiros foram obtidos dos demonstrativos contábeis das companhias relativos ao exercício de 2013.

**Tabela 01: Amostra das empresas listadas e não listadas.**

Empresas	Segmento
Alfa Holdings S.A	SG
Banestes S. A.	SG
Banco da Amazonia S. A.	SG
Banco Bradesco S.A.	N1
Banco Brasil S.A	NM
Banco Estado de Sergipe S.A. – Banese	SG
Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A. - Banrisul	N1
BRB Bco de Brasília S.A.	SG
Itau Unibanco Holding S.A.	N1
Banco Mercantil do Brasil S.A.	SG
Banco Santander (Brasil) S.A.	N2
Paraná Banco S.A.	N1

**N1: Nível 1; N2: Nível 2 e NM: Novo Mercado; SG: Sem Governança**

**Fonte: Os autores**

O valor do EVA de cada empresa foi obtido com base nas demonstrações contábeis e estão demonstrados na Tabela 02:

**Tabela 02: Média de EVA por empresa**

Empresa	EVA calculado (R\$ milhares)
Empresa 01	2.597
Empresa 02	123.799
Empresa 03	1.697
Empresa 04	138.007
Empresa 05	136
Empresa 06	8.216
Empresa 07	443
Empresa 08	134
Empresa 09	154
Empresa 10	2.056
Empresa 11	1.115
Empresa 12	13.060

**Fonte: Os autores.**

Para a análise de variância (ANOVA) os dados obtidos foram organizados em blocos, sendo o bloco I os valores dos EVA's das companhias não listadas nos níveis de governança e as listadas compõem o bloco II, portanto, o delineamento é classificado como em blocos casualizados, conforme Tabela 03:

**Tabela 03: Valores do EVA organizados em blocos (Valores em milhares R\$)**

Bloco I (Cias. não listadas)	Bloco II (cias. listadas)
2.597	123.799
1.697	138.007
136	8.216
443	134
154	2.056
1.115	13.060

**Fonte: Os autores.**

Os valores obtidos no período selecionado foram submetidos à análise de variância (ANOVA) para comparação das médias e a diferença mínima significativa (dms) foi obtida pelo Teste de Tukey com o nível de significância de 5%. Para a comparação das médias, obstante demonstrado as equações para a ANOVA, optou-se pela utilização do software livre Assistat versão 7.7, software este desenvolvido pelo DEAG-CTNR, da Universidade Federal de Campina Grande (UFCG), cujo resultado esta demonstrado na Figura 01, a seguir:

ASSISTAT versão 7.7 beta (2014) - Homepage <http://www.assistat.com>  
Por Francisco de A. S. e Silva DEAG-CTRN-UFGC - Atualiz.01/06/2014

Arquivo GOVERNANÇAGILMARACALCULOS.TXT  
Data 17/07/2014 Hora 09:29:06

## EXPERIMENTO EM BLOCOS CASUALIZADOS

### QUADRO DE ANÁLISE

FV	GL	SQ	QM	F
Blocos	1	6539401408.333	6539401408.33	3.2012 ns
Tratamentos	5	10842497378.67	2168499475.73	1.0615 ns
Resíduo	5	10214055298.67	2042811059.73	
Total	11	27595954085.67		

\*\* significativo ao nível de 1% de probabilidade ( $p < .01$ )

\* significativo ao nível de 5% de probabilidade ( $.01 \leq p < .05$ )

ns não significativo ( $p \geq .05$ )

GL	GLR	F-crit	F	p
1	5	6.6079	3.2012	0.1334
5	5	5.0503	1.0615	0.4747

**Figura 01: Quadro de análise**

Fonte: Assistat

O Teste de Significância, ou valor de F calculado para os blocos corresponde a 3,2012 enquanto que o valor do F tabelado (F-crítico) de acordo com os graus de liberdade das fontes testadas e do resíduo é igual a 6,6079; o valor de F calculado para os tratamentos foi de 1,0615 e o F tabelado foi de 5,0503. Neste caso aceita-se a hipótese de nulidade  $H_o$ , isto quer dizer que não há evidências de diferença significativa entre os tratamentos, para o mesmo nível de significância escolhido.

Para confirmar a hipótese de nulidade  $H_o$ , foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de significância de 5%, para comparação das médias dos tratamentos, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 04:

**Tabela 04: Médias dos tratamentos**

Tratamento	01	02	03	04	05	06
Médias	63198.00a	69852.00a	4176.00a	288.500a	1105.00a	7087.500a

As médias seguidas por letra minúsculas iguais não diferem significativamente entre si. Foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de significância de 5% de probabilidade.

Fonte: Os autores.

Da mesma forma, foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de significância de 5% para comparação das médias dos blocos das empresas listadas e não listadas nos níveis de governança corporativa, cujo resultado está demonstrado na Tabela 05:

Tabela 05: Médias do EVA por Bloco

Bloco	Média
Bloco I	857.00000a
Bloco II	47545.33000a

As médias seguidas por letra minúsculas iguais não diferem significativamente entre si. Foi aplicado o Teste de Tukey ao nível de significância de 5% de probabilidade.

Fonte: Os autores.

Os resultados obtidos demonstram que não existem diferenças estatísticas significativas entre as médias da geração de nas companhias listadas ou não nos níveis de governança corporativa de cada grupo apresentado. No entanto, observa-se que a média da geração de valor do Bloco II exposto na tabela 05, apresenta resultado maior o que não descarta a possibilidade de que a governança corporativa pode ser um diferencial na obtenção de resultados, obstante a não constatação estatística de diferença significativa.

#### 4 Conclusão

A partir de um breve referencial teórico sobre a Governança Corporativa foi possível nortear o objetivo deste artigo de analisar a existência de diferenças de retorno financeiro das empresas do segmento bancário listadas no BM&F Bovespa, empresas que possuem ou não Governança Corporativa.

Apresentou-se os resultados dos testes efetuados através do Economic Value Added (EVA), ANOVA e o Teste de Tukey para verificar se existem diferenças entre as médias da geração de valores das empresas selecionadas. Com as informações obtidas conclui-se que não existem diferenças estatísticas significativas entre as médias dos grupos. Porém se comparando as médias de retorno de cada grupo observa-se que mesmo sem apresentar estatisticamente diferença significativa, o Grupo II representado pelas empresas com governança corporativa, possui maior média na geração de valor, provavelmente as boas práticas de governança. Portanto, essa constatação requer estudos mais aprofundados.

#### 5 Referências

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro** / Alexandre Assaf Neto. – 5. ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

BM&FBovespa. **Governança corporativa.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Shared/iframe.aspx?altura=1300&idioma=pt-br&tipoNoticia=8&url=bolsa.katatudo.com.br/bmfbovespa/busca.php?idioma=pt-br&q=niveis++de+governan%C3%A7a&cat=geral&WT.oss=niveis++de+governan%C3%A7a> a. Acesso em: 06 jan. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Governança corporativa.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/> Acesso em: 06 jan. 2014.

ERBAR, Al. **EVA: valor econômico agregado:** a verdadeira chave para a criação de riqueza / Al Ehrbar: tradução de Bazán Tecnologia e Linguística – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1999.

FONSECA, Jairo Simon da; MARTINS, Gilberto de Andrade. **Curso de estatística.** 6. Ed. São Paulo: Atlas, 1996

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança corporativa.** Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/asp>. Acesso em: 06 jan. 2014.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa:** o governo da empresa e o conselho de administração. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

SAMPAIO, Ivan Barbosa Machado. **Estatística aplicada à experimentação animal.** Belo Horizonte: Fundação de Ensino e Pesquisa em Medicina Veterinária e Zootecnia, 1998

SIRQUEIRA, Aieda Batistela; KATATZIS, Aquiles Elie Guimarães (2006). **Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: uma análise comparativa, 2006.** Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2006/A06/A062.pdf>> Acesso em: 04 jan, 2014.

STERN STEWART & CO. CONSULTORIA. **Eventos, Publicações e Pesquisas.** Disponível em: <http://www.sternstewart.com.br/index.html>> Acesso em: 23 mar. 2014.

VIEIRA, Sônia. **Estatística experimental.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999