

Governança Corporativa: os diferentes níveis criados pela Bm&fbovespa e seus impactos no desempenho econômico financeiro das empresas do setor econômico de consumo cíclico e não cíclico que atuam no mercado de capitais

Jamili da Silva Palmeira (FCA) - jampilpalmeira-19@hotmail.com

Gerson Ferreira Júnior (UFOB) - gersonferreirajr@yahoo.com.br

Resumo:

Os escândalos com grandes empresas nos Estados Unidos fizeram surgir uma necessidade emergente: transparência. Sob essa perspectiva desenvolve-se o conceito de Governança Corporativa, vista hoje como um dos grandes diferenciais para as empresas que atuam no mercado de capitais, inclusive no Brasil. Em vista disso o presente estudo preocupou-se em pesquisar se existe diferença significativa entre os diferentes níveis de Governança Corporativa criada pela BM&FBOVESPA e o retorno econômico-financeiro para as empresas adquirentes. Em busca de um resultado que demonstrasse a atual realidade, optou-se pela utilização das demonstrações financeiras de 2015. A abordagem utilizada foi a quantitativa e o método hipotético dedutivo, que se torna possível pelos estabelecimentos das hipóteses. A amostra inicial do estudo era composta por 90 empresas. E a amostra final 80 empresas. Como o tamanho da amostra foi maior que 30, utilizou-se o teste de hipótese do tipo paramétrico. A fundamentação teórica baseou-se nos estudos sobre Governança Corporativa, conflitos de agência e indicadores de rentabilidade. A análise dos resultados se deu a partir dos dados coletados, baseado na hipótese estabelecida de correlação das variáveis. Os resultados mostraram que dos seis indicadores analisados, apenas, a margem líquida, o lucro por ação e o retorno do ativo total demonstraram diferença significativa, assim, pôde-se defender que as empresas que pertencem ao grupo, denominado nessa pesquisa de Mercado Elevado, tendem a possuir um desempenho significativamente maior em relação às empresas que não adotam um elevado nível de Governança Corporativa.

Palavras-chave: Governança Corporativa

Área temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

Governança corporativa: os diferentes níveis criados pela bm&fbovespa e seus impactos no desempenho econômico financeiro das empresas do setor econômico de consumo cíclico e não cíclico que atuam no mercado de capitais

Resumo

Os escândalos com grandes empresas nos Estados Unidos fizeram surgir uma necessidade emergente: transparência. Sob essa perspectiva desenvolve-se o conceito de Governança Corporativa, vista hoje como um dos grandes diferenciais para as empresas que atuam no mercado de capitais, inclusive no Brasil. Em vista disso o presente estudo preocupou-se em pesquisar se existe diferença significativa entre os diferentes níveis de Governança Corporativa criada pela BM&FBOVESPA e o retorno econômico-financeiro para as empresas adquirentes. Em busca de um resultado que demonstrasse a atual realidade, optou-se pela utilização das demonstrações financeiras de 2015. A abordagem utilizada foi a quantitativa e o método hipotético dedutivo, que se torna possível pelos estabelecimentos das hipóteses. A amostra inicial do estudo era composta por 90 empresas. E a amostra final 80 empresas. Como o tamanho da amostra foi maior que 30, utilizou-se o teste de hipótese do tipo paramétrico. A fundamentação teórica baseou-se nos estudos sobre Governança Corporativa, conflitos de agência e indicadores de rentabilidade. A análise dos resultados se deu a partir dos dados coletados, baseado na hipótese estabelecida de correlação das variáveis. Os resultados mostraram que dos seis indicadores analisados, apenas, a margem líquida, o lucro por ação e o retorno do ativo total demonstraram diferença significativa, assim, pôde-se defender que as empresas que pertencem ao grupo, denominado nessa pesquisa de Mercado Elevado, tendem a possuir um desempenho significativamente maior em relação às empresas que não adotam um elevado nível de Governança Corporativa.

Palavras chave: Governança Corporativa; Indicadores de Rentabilidade; Bm&fbovespa.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões.

1 Introdução

Os processos históricos que movimentaram a economia e os modelos de gestão, desde a antiguidade até o século atual, em consonância ao desenvolvimento de cada período, contribuíram para profundas transformações que hoje norteiam as tomadas de decisões e as direções do mercado financeiro. As exigências de uma nova demanda de mercado e de investidores e, uma nova ordem globalizada em que as negociações são praticadas em escala mundial, trouxe a tona conceitos mais modernos e inovadores de gestão, como a Governança Corporativa.

Nesse sentido e, buscando compreender os efeitos práticos desse novo modelo de gestão delimitou-se o presente trabalho à análise da correlação existente, entre a adoção dos diferentes níveis de Governança Corporativa criados pela BM&FBOVESPA e seus impactos

no desempenho econômico financeiro das empresas adquirentes. O trabalho se justifica por possuir um caráter não só de resgatar a teoria que outrora serviu de base para a Governança Corporativa, como de apresentar na prática se a adoção desse novo modelo se justifica no retorno financeiro das empresas. Disponibilizando assim uma análise a partir dos indicadores de rentabilidade que pode futuramente ser material de pesquisa para as empresas que foram aqui abordadas. O objetivo geral é demonstrar se as empresas do setor econômico de consumo cíclico e não cíclico que atuam no mercado de capitais conseguem obter um desempenho econômico financeiro ao adotar níveis mais elevados de Governança Corporativa. Dentre os objetivos específicos estão: a) discorrer sobre o desenvolvimento da Governança Corporativa; b) descrever as características principais que diferem os níveis de Governança Corporativa criados pela BM&FBOVESPA; c) descrever e analisar os indicadores de rentabilidade.

A partir desse contexto surge o problema que envolve esse estudo: existe diferença significativa entre a adesão dos diferentes níveis de Governança Corporativa criados pela BM&FBOVESPA e o retorno econômico financeiro para as empresas adquirentes?

Atualmente, considerado um dos novos desafios da moderna gestão, os preceitos de Governança Corporativa se constituem como um dos relevantes fatores que agregam valor de mercado às grandes corporações, por fazer dos seus mecanismos de composição, como os conselhos de administração, os sistemas de auditoria independente e o conselho fiscal, os veementes aliados que fazem toda a diferença na era da informação, garantindo uma maior segurança aos investidores.

2 Fundamentação teórica

2.1 O Desenvolvimento da Governança Corporativa

Os conflitos de interesse, a expropriação do capital dos acionistas, a necessidade de um maior monitoramento desses agentes detentores do poder para tomada de decisões, o acesso a informações privilegiadas e a consequente manipulação de dados contábeis garantindo uma das formas de expropriação da riqueza dos acionistas, que é a manutenção do gestor no cargo, mesmo não estando mais em condições de contribuir para o desempenho da empresa e, a exigência do mercado por uma alta gestão mais eficiente, foram motivos, alguns deles essenciais, para o desenvolvimento de elementos reguladores dessas relações (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Surgem então os códigos de Governança Corporativa, em todos os países do mundo. A primeira edição de um código de Governança aconteceu nos Estados Unidos, no ano de 1978, realizada por uma comissão de executivos norte-americanos (CUERVO-CAZZURRA, 2004; ENRIONI; MAZZA; ZERBONI, 2004 apud ROSSONI, 2009). Esse relatório de boa Governança foi uma resposta às tomadas hostis de controle que vinham acontecendo naquele momento (MONKS; MINOW, 2004 apud ROSSONI, 2009).

Outro fator que impulsionou o desenvolvimento das práticas da boa Governança foram os escândalos que aconteceram em grandes corporações norte-americanas. A publicação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), como forma de regular a atitude contábil interessada, em empresas também nos Estados Unidos, foi um incentivo para a difusão de práticas de Governança em todas as corporações mundiais (BORGERTH, 2007 apud ROSSONI, 2009).

A queda das fronteiras de comercialização dos mercados produtores de bens tangíveis e do mercado financeiro, com a consequente integralização deles, que trouxeram grandes impactos aos modelos organizacionais de gestão e, o crescente aumento da concorrência

trazendo consigo a necessidade de se tornar cada vez mais competitivo em um mercado globalizado, também foi de importante relevância para o desenvolvimento dessas práticas (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Ainda é notório considerar os contextos institucionais que envolvem cada país e sua influência no direcionamento das políticas econômicas, compreendendo que a difusão das novas práticas de gestão, está inserida nesse ambiente macroeconômico. Em ambientes onde a proteção aos direitos dos acionistas é pequena, existe a probabilidade de uma estrutura de propriedade mais concentrada, em contrapartida nos países em que a proteção ao acionista é maior, isso significa dizer que existe uma pulverização da propriedade. Logo, se os ambientes são diferentes, as especificidades no desenvolvimento dessas práticas também serão consideradas (LA PORTA et al., 1998 apud ROSSONI, 2009).

Sendo assim, o desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa deflagra o fim de um ciclo virtuoso (GRUM, 2003 apud ROSSONI, 2009). A adoção desse novo modelo envolve mais do que aspectos puramente financeiros, é preciso considerar que grandes corporações integram um sistema social (PARSONS, 1956 apud ROSSONI, 2009) que envolve aspectos políticos, culturais e institucionais (NORTH, 1990 apud ROSSONI, 2009), o que significa dizer que as configurações que serão dadas aos elementos de composição dos códigos de Governança Corporativa estarão envolvidas por todos esses fatores. A legitimidade dessas organizações também passa pela percepção da sociedade que a partir de suas ações conferirá ou não credibilidade a elas e, é o que conseqüentemente garantirá estabilidade e permanência dessas organizações no mercado (ROSSONI, 2009).

As reflexões feitas a respeito da incorporação pelos mercados, das práticas de Governança ainda trazem aspectos mais profundos que demonstra os efeitos desta, não só a partir de um ponto de vista econômico, mas a concepção de que, a partir dela se constrói uma nova estrutura como: industrialização da economia, o papel do estado em regular os direitos de propriedade, as regras de cooperação e competição entre as firmas e, o papel das elites nacionais (FLIGSTEIN; FREELANDF, 1995 apud ROSSONI, 2009).

2.1.1 Os Diferentes níveis criados pela BM&FBOVESPA

Segundo a BM&FBOVESPA os segmentos de listagem foram criados a partir de uma percepção de que, para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolvesse seria necessária a criação de segmentos diferenciados como forma de adequação ao perfil de cada companhia. O objetivo é que ao aderir de maneira voluntária a um desses segmentos regidos pelas regras da Governança Corporativa, a empresa consiga melhorar a sua avaliação diante do mercado. Atualmente os segmentos especiais de listagem são: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo mercado, Nível 2, Nível 1 e Balcão tradicional.

Quadro 1 - Comparativo dos segmentos de listagem

| | BOVESPA MAIS | BOVESPA MAIS NÍVEL 2 | NOVO MERCADO | NÍVEL 2 | NÍVEL 1 | TRADICIONAL |
|---|---|--|--|--|--|---|
| Características das Ações Emitidas | Permite a existência somente de ações ON | Permite a existência de ações ON e PN | Permite a existência somente de ações ON | Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais) | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) | Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação) |
| Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float) | 25% de free float até o 7º ano de listagem | 25% de free float até o 7º ano de listagem | No mínimo 25% de free float | No mínimo 25% de free float | No mínimo 25% de free float | Não há regra |
| Distribuições públicas de ações | Não há regra | Não há regra | Esforços de dispersão acionária | Esforços de dispersão acionária | Esforços de dispersão acionária | Não há regra |
| Vedação a disposições estatutárias | Quórum qualificado e "cláusulas pétreas" | Quórum qualificado e "cláusulas pétreas" | Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas" | Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas" | Não há regra | Não há regra |
| Composição do Conselho de Administração | Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros (conforme legislação) |
| Vedação à acumulação de cargos | Não há regra | Não há regra | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão) | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão) | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão) | Não há regra |
| Obrigação do Conselho de Administração | Não há regra | Não há regra | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia | Não há regra | Não há regra |
| Demonstrações Financeiras | Conforme legislação | Conforme legislação | Traduzidas para o inglês | Traduzidas para o inglês | Conforme legislação | Conforme legislação |
| Reunião pública anual | Facultativa | Facultativa | Obrigatória | Obrigatória | Obrigatória | Facultativa |
| Calendário de eventos corporativos | Obrigatório | Obrigatório | Obrigatório | Obrigatório | Obrigatório | Facultativo |
| Divulgação adicional de informações | Política de negociação de valores mobiliários | Política de negociação de valores mobiliários | Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta | Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta | Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta | Não há regra |
| Concessão de Tag Along | 100% para ações ON | 100% para ações ON e PN | 100% para ações ON | 100% para ações ON e PN | 80% para ações ON (conforme legislação) | 80% para ações ON (conforme legislação) |
| Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico | Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado | Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2 | Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento | Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento | Conforme legislação | Conforme legislação |
| Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado | Obrigatório | Obrigatório | Obrigatório | Obrigatório | Facultativo | Facultativo |

Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

2.1.2 Indicadores de Rentabilidade

A discussão em torno do tema Governança Corporativa apesar de abrangente tem como uma de suas preocupações principais, garantir o retorno total do capital investido. É essa preocupação que movimenta o mercado em um ciclo contínuo, garantindo os recursos financeiros necessários a cada novo investimento. Brigham e Ehrhardt (2006) apud Penha (2013) afirma que o uso de indicadores permite uma análise que não seria possível fazer, a partir dos valores absolutos disponibilizados nos demonstrativos contábeis.

Silva (2014) afirma que é possível avaliar a partir das taxas de retorno, se o desempenho da empresa tem superado as expectativas dos investidores. A avaliação dessas taxas tem como objetivo avaliar o “retorno sobre o investimento total, o retorno sobre as vendas e o retorno sobre o capital próprio” (SILVA, 2014, p. 151), analisando desta forma a lucratividade do negócio. Os indicadores de rentabilidade estão divididos em: Margem

Líquida, Margem Operacional, Giro do Ativo, Lucro por ação, Retorno do Capital Próprio ou Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno do Ativo total ou Retorno do Capital Investido (ROI).

O indicador Margem Líquida compara o lucro líquido em relação às vendas do período. Silva (2014, p. 152) afirma que “não existe um índice ideal”, isso porque alguns fatores podem influenciar o retorno sobre as vendas. Esses fatores devem ser avaliados pela empresa, a depender da sua área de atuação, dos custos incorridos na produção, ou qualquer outro, identificado, que esteja impactando negativamente esse índice. A Margem Líquida é obtida através da divisão do Lucro Líquido pela Receita Operacional Líquida.

A Margem Operacional por sua vez permite a visualização do desempenho da empresa medido em função dos valores utilizados para as despesas operacionais. O que se pretende auferir é quanto da receita de vendas foi absorvido pelos custos necessários a manutenção das operações e, qual o percentual foi revertido em lucro para a organização. Obtém-se a Margem Líquida dividindo o Lucro Operacional pelo valor da Receita líquida de Vendas (ASSAF NETO, 2010).

A capacidade da empresa em fazer o seu ativo total transforma-se em dinheiro em função das vendas (ASSAF NETO, 2010) pode ser analisada através do indicador Giro do Ativo. Esse indicador estabelece uma correlação entre as vendas e os investimentos totais, demonstrando a produtividade dos ativos totais (SILVA, 2014). Por outro lado permite-se também conhecer o desempenho da empresa na sua capacidade de produzir receitas operacionais. A eficiência do capital investido é uma das vantagens competitivas da empresa que gera valor para os proprietários e os investidores. Esse índice é calculado a partir da divisão da Receita Operacional Líquida pelo Ativo total (ASSAF NETO, 2010).

O Lucro por ação é o resultado líquido da empresa obtido a partir das vendas de ações. Esse indicador representa segundo Assaf Neto (2010, p. 224) “o tempo teórico de retorno do investimento acionário”. A importância de se calcular esse índice vem das constantes variações de preço das ações no mercado. O indicador Lucro por ação é obtido pela divisão do Lucro Líquido pelo Número de Ações.

Analisar o Retorno do Capital Próprio ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE – Return on Equity) significa dizer que a partir do valor obtido pelo cálculo: Lucro Líquido aos Acionistas dividido pelo Patrimônio Líquido, será possível determinar o retorno que os acionistas estão tendo com relação aos seus investimentos (SILVA, 2014). Assaf Neto (2010) ainda complementa dizendo que esse retorno dos acionistas dependerá de três fatores: o tipo de capital que financia a empresa: se próprio, o retorno sobre o patrimônio líquido e o investimento serão iguais, a diferença entre a taxa de retorno e o custo da dívida e, o grau de endividamento, que será medido pelos custos inerentes dos encargos financeiros.

O último indicador que também foi utilizado no presente estudo é o Retorno do Ativo Total ou Retorno sobre o Capital Investido (ROI – Return on investment). Este indicador avalia o desempenho da alta direção em gerar lucro com os investimentos totais. Obtém-se a taxa desse indicador para análise através da divisão do Lucro Disponível aos Acionistas pelo Ativo Total.

Todos os dados necessários para a realização dos cálculos desses indicadores são disponibilizados no Balanço Patrimonial e na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE).

3 Método da Pesquisa

3.1 Tipo da pesquisa

A pesquisa fundamenta-se através do método hipotético-dedutivo e da abordagem quantitativa. A partir de proposições prévias busca-se explicar a relação existente entre as variáveis que, submetidas a testes estatísticos, corroboram ou descartam tais hipóteses. Dedutivas porque partem de teorias pré-concebidas permitindo sua aplicação e adaptação em estudos específicos que seguem um raciocínio dentro da linha de aplicação da teoria.

Na abordagem quantitativa, o raciocínio dedutivo antecede a teoria e somente depois são formuladas as hipóteses. A busca ocorre, na realidade, fora do indivíduo (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013).

Quanto ao alcance da pesquisa, esta se caracteriza como correlacional, a ideia é que em um contexto delimitado os estudos consigam definir a relação existente entre duas variáveis estudadas, quantificando e analisando os seus vínculos. Avaliando até que ponto o comportamento de uma variável reflete sobre a outra (SAMPIERI; COLLADO; LÚCIO, 2013). A partir da visão técnica, a coleta de dados se deu por pesquisa documental que, diferentemente da pesquisa bibliográfica, podem ser analisados adequando-se ao contexto da pesquisa. (PRODANOV; FREITAS, 2013).

3.1.1 Procedimentos técnicos

Segundo Fávero et al (2009, p. 112) os testes paramétricos verificam suposições sobre parâmetros populacionais, tais como a média, a variância e a normalidade da distribuição. Entretanto, os testes paramétricos requerem um rigor estatístico bastante firme, como que os dados da amostra tenham distribuição normal, homogeneidade e variáveis intervalares e contínuas. Normalmente, uma amostra pequena não atende a estes pré-requisitos (BRUNI, 2009).

Já Lipsey e Hurley (2009, p. 52) enfatizam que:

um teste estatístico, que é relevante para o poder é a forma como partições erro de amostragem e os componentes de variância do erro que são usados no teste de significância. (...) Se alguns fatores estranhos ao efeito da intervenção de interesse contribuem para a variabilidade da população sobre a medida dependente, a variabilidade associada a esses fatores podem ser retirados a partir da estimativa do erro de amostragem em relação a quais as diferenças entre os meios de tratamento e controle são testadas com o correspondente aumento no poder.

Como o tamanho da amostra foi maior que 30, pôde-se realizar o teste de hipótese do tipo paramétrico. Para o tratamento dos dados utilizou-se um software estatístico e foi realizado o teste *t*. Dessa forma foi realizado o teste bicaudal (bilateral), visto que se analisaram condições extremas, nas quais não existia possibilidade da incerteza tanto para maior como para menor (BRUNI, 2009). Para tanto, utilizou um nível de significância (α) de 5% para calcular a área da cauda. Dessa forma, considerou-se um nível de confiança de 95% para a aceitação da hipótese nula (H_0). Por ser um teste bilateral, a área da cauda foi dividida por 2 ($\alpha/2$).

As diferenças significativas levaram à rejeição da hipótese de igualdade (H_0). Os indicadores de rentabilidade que apresentaram significância maior ou igual 0,05 aceitaram-se a H_0 . Ou seja, não existiu diferença significativa entre as médias dos indicadores de rentabilidade.

Entretanto, antes de analisar os resultados para o teste t de igualdade de médias, foi necessário observar os resultados para o teste de igualdade de variâncias. Para isso foi realizado o teste de igualdade de variância de Levene, que é utilizado para verificar antes de analisar os resultados do teste t feito pelo software estatístico (BRUNI, 2009).

3.1.2 Coleta de Dados

A amostra deste estudo é um subgrupo de dados coletados que foram definidos e que são representativos da unidade de análise. Para tanto, o tipo de amostra utilizada nessa pesquisa é a não probabilística, onde a escolha dos elementos depende das características da pesquisa. Portanto, por não se constituir como aleatórios são classificados como não probabilístico (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2013).

Os elementos da amostra foram selecionados e extraídos a partir de dois Setores Econômicos específicos, que foram os de consumo cíclico e não cíclico disponível no site da BM&FBOVESPA, pelo fato de possuírem um número razoável de empresas integrantes que dispunham das informações necessárias referentes ao ano de 2015 que atenderam ao problema da pesquisa.

No subtópico descrição dos dados será detalhada os dados da amostra, destacando as empresas que compõem o banco de dados para análise dos resultados.

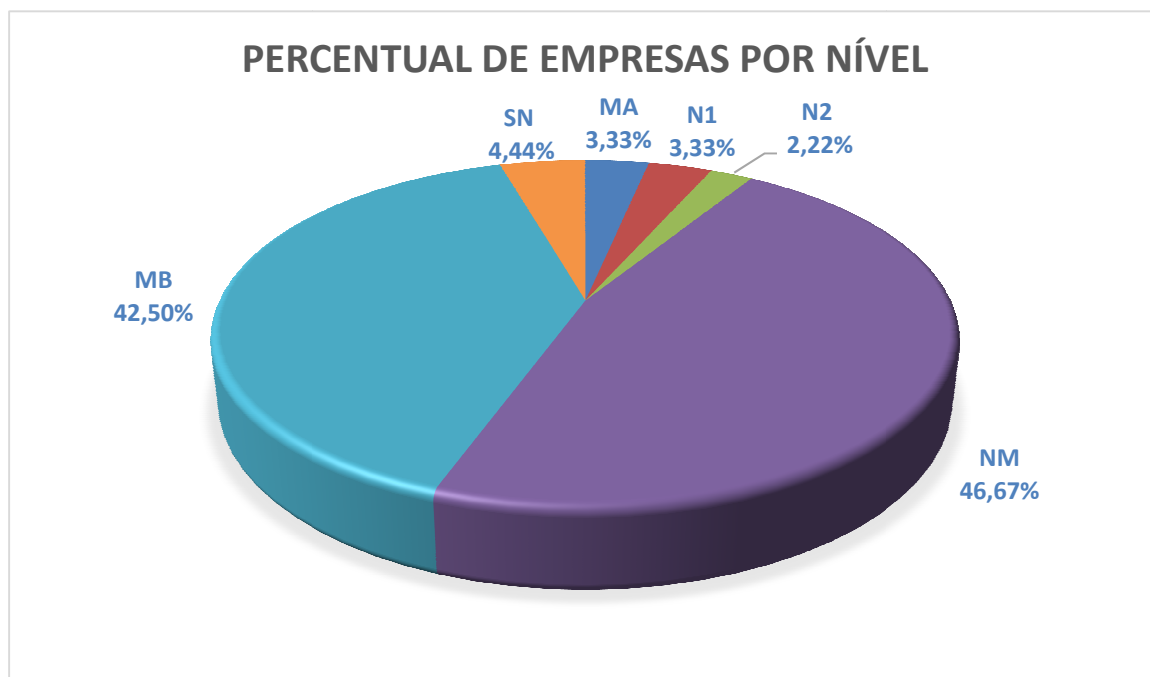
4. Análise dos Resultados

4.1 Descrição dos Dados

Os setores econômicos escolhidos neste estudo foram o de consumo cíclico e não cíclico. Considerando os de consumo cíclico aqueles que têm consumo variável pela influência de fatores externos, como por exemplo, a economia. O setor econômico de consumo não cíclico como aqueles que são consumidos independentes das variabilidades externas. As 90 empresas da amostra inicial do estudo, estão dispostas nesses setores. O setor econômico de consumo cíclico era composto por 54 empresas no momento da coleta dos dados, que representavam 60%. Destas empresas, 20 pertenciam ao Novo Mercado, 2 estavam listadas no Nível 2 de mercado, 3 empresas no Nível 1 e 27 adquirentes do balcão tradicional. Duas dessas empresas do segmento de consumo cíclico não estavam listadas em nenhum nível de Governança. Também não foram encontradas no setor econômico de consumo cíclico empresas listadas nos níveis denominados Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

O setor econômico não cíclico era composto por 36 empresas no momento da coleta dos dados, representando 40% da amostra total. Destas empresas, 22 pertenciam ao Novo Mercado, 3 estavam listadas no nível Bovespa Mais, 9 empresas estavam no nível chamado Balcão tradicional e 2 não pertenciam a nenhum dos níveis de Governança. No setor econômico de Consumo Não Cíclico não foram encontradas empresas listadas nos níveis 1, 2 e Bovespa Mais Nível 2.

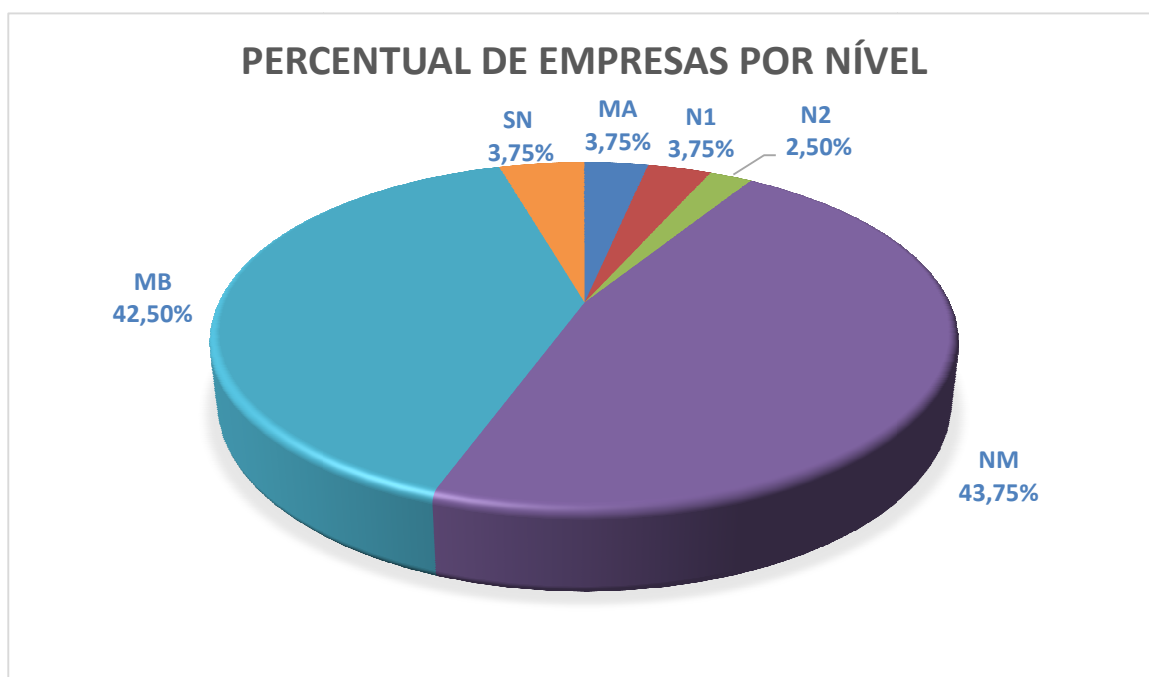
Figura 1 - Percentual de participação de cada nível em relação a amostra inicial



Fonte: Elaborado pelo autor

A quantidade total de empresas consideradas na amostra final foi de 80, sendo 35 (43,75%) listadas no nível Novo Mercado (NM), 2 pertencentes ao Nível 2 (N2-2,50%), listadas no Nível 1 (N1) 3 (3,75%), Bovespa Mais (MA) 3 empresas (3,75%), Balcão Tradicional (MB) 34 empresas (42,50%), Bovespa Mais Nível 2, 0 (0%), sem nível (SN) 3 empresas (3,75%).

Figura 2 - Percentual de participação de cada nível em relação a amostra final

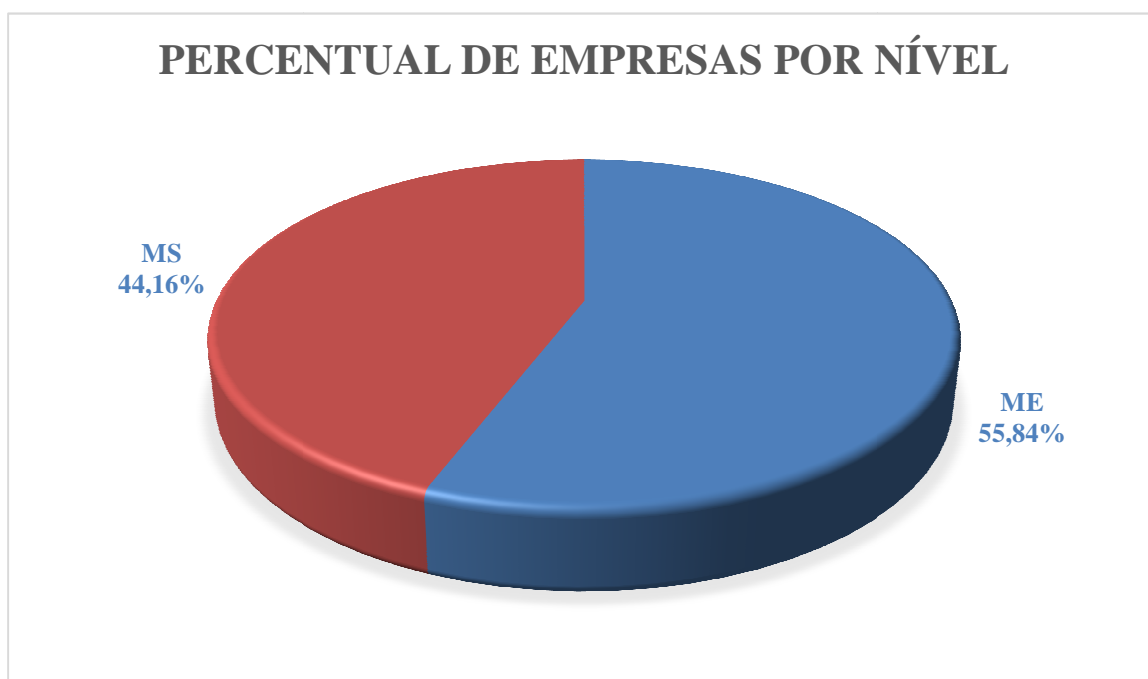


Fonte: Elaborado pelo autor

4.1.1 Discussão dos resultados

Para análise dos dados coletados, agrupou-se as empresas que pertenciam aos níveis Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais Nível 2, por serem segmentos que apresentam regras rígidas, as quais impõe às empresas maior rigor com relação à Governança Corporativa. A esse grupo denominou-se Mercados Elevados (ME). O segundo grupo foi chamado de Mercados Simples (MS), o qual reuniu empresas do Balcão Tradicional (MB) e empresas que não evidenciaram em qual segmento estavam enquadradas no momento da coleta de dados.

Figura 3 - Percentual de empresas por nível agrupadas em dois mercados em relação a amostra final.



Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas por índice de rentabilidade para as duas amostras: Mercados Elevados e Mercados Simples. A média do índice Margem Líquida foi de 3,44 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 1,258 e erro padrão médio de 1,919. Já a média do índice Margem Líquida foi de -2,42 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 1,410 e erro padrão médio de 2,319.

A média do índice Margem Operacional foi de 3,67 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 2,275 e erro padrão médio de 3,469. Já a média do índice Margem Operacional foi de 2,65 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 2,688 e erro padrão médio de 4,419.

A média do índice Giro do Ativo foi de 6,70 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 1,294 e erro padrão médio de 1,973. Já a média do índice Giro do Ativo foi de 8,00 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 2,118 e erro padrão médio de 3,483.

A média do índice Lucro por Ação foi de -3,58 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 2,058 e erro padrão médio de 3,138. Já a média do índice Lucro por Ação foi de -8,21 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 4,279 e erro padrão médio de 7,035.

A média do índice Retorno do Capital Próprio foi de -1,40 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 2,393 e erro padrão médio de 3,650. Já a média do índice Retorno do Capital Próprio foi de 2,17 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 1,232 e erro padrão médio de 2,025.

A média do índice Retorno do Ativo Total foi de 2,06 para as empresas listadas no ME, desvio padrão de 2,077 e erro padrão médio de 3,167. Já a média do índice Retorno do Ativo Total foi de -1,19 para as empresas listadas no MS, desvio padrão de 2,766 e erro padrão médio de 4,548.

Analisando a tabela 1 percebe-se que dos 06 índices de rentabilidade calculados, a média dos índices das empresas enquadradas no grupo ME foi maior em 04 (66,67%): Margem Líquida, Margem Operacional, Lucro por Ação e Retorno do Ativo Total. E que 33,33% dos índices de rentabilidade estudados, Giro do Ativo e Retorno do Capital Próprio, a média das empresas enquadradas no grupo MS foi maior em comparação com a média daquelas do ME.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do nível dos indicadores de rentabilidade das empresas da amostra final listadas em 2015 no Setor Econômico de consumo cíclico e não cíclico da BM&FBOVESPA

Group Statistics

| SIGLA DO GRUPO | | N | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|----------------------------|----|----|-------|----------------|-----------------|
| MARGEM LÍQUIDA | ME | 43 | 3.44 | 1.258 | 1.919 |
| | MS | 37 | -2.42 | 1.410 | 2.319 |
| MARGEM OPERACIONAL | ME | 43 | 3.67 | 2.275 | 3.469 |
| | MS | 37 | 2.65 | 2.688 | 4.419 |
| GIRO DO ATIVO | ME | 43 | 6.70 | 1.294 | 1.973 |
| | MS | 37 | 8.00 | 2.118 | 3.483 |
| LUCRO POR AÇÃO | ME | 43 | -3.58 | 2.058 | 3.138 |
| | MS | 37 | -8.21 | 4.279 | 7.035 |
| RETORNO DO CAPITAL PRÓPRIO | ME | 43 | -1.40 | 2.393 | 3.650 |
| | MS | 37 | 2.17 | 1.232 | 2.025 |
| RETORNO DO ATIVO TOTAL | ME | 43 | 2.06 | 2.077 | 3.167 |
| | MS | 37 | -1.19 | 2.766 | 4.548 |

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados do teste t para o índice Margem Líquida indicaram uma estatística teste t_t igual a 1,143, com um número de grau de liberdade – df – igual a 78 e um nível de significância bicaudal – Sig. (2-tailed) – igual a 0,256 (o teste de igualdade de variância de Levene). Como o nível de significância – Sig. – (0,026) foi menor que 0,05, rejeita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. Como, a média das empresas do grupo ME foi maior que a média das empresas do MS, pode-se afirmar que as empresas que pertencem à níveis de mercado mais elevados na BM&FBOVESPA apresentaram margem líquida significativamente maior que as empresas enquadradas em níveis mais simples em termos de exigência de governança corporativa.

Os resultados do teste t para o índice Margem Operacional indicaram uma estatística teste t_t igual a 1,846, com um número de grau de liberdade – df – igual a 78 e um nível de significância bicaudal – Sig. (2-tailed) – igual a 0,069 (o teste de igualdade de variância de Levene). Como o nível de significância – Sig. – (0,969) foi maior que 0,05, aceita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que não existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. Apesar da média das empresas do grupo ME ter sido maior que a média das empresas do MS, não pode-se afirmar que as empresas que pertencem à níveis de mercado mais elevados na BM&FBOVESPA tiveram margem líquida significativamente maior que as empresas enquadradas em níveis mais simples em termos de exigência de governança corporativa.

Os resultados do teste t para o índice Giro do Ativo indicaram uma estatística teste t_t igual a 1,526, com um número grau de liberdade – df – igual a 78 e um nível de significância bicaudal – Sig (2 tailed) – igual a 0,131 (o teste de igualdade de variância de Levene). Como o nível de significância – Sig – (0,176) foi maior que 0,05, aceita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que não existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. O fato da média das empresas do grupo MS ter sido maior que a média do grupo ME sinaliza que as empresas que adotam níveis mais elevados de exigência em relação a Governança Corporativa com relação ao índice Giro do Ativo não tiveram desempenho econômico financeiro significativamente maior do que as empresas que não adotam esses padrões.

Os resultados do teste t para o índice Lucro por Ação indicaram uma estatística teste t_t igual a 1,253, com um número grau de liberdade – df – igual a 78 e um nível de significância bicaudal – Sig (2 tailed) – igual a 0,214 (o teste de igualdade de variância de Levene). Como o nível de significância – Sig – (0,025) foi menor que 0,05, rejeita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. Como a média das empresas do grupo MS foi menor que as empresas do grupo ME significa que as empresas que adotam níveis mais elevados de Governança Corporativa tendem a ter um melhor desempenho econômico financeiro.

Os resultados dos testes t para o índice Retorno do Capital Próprio indicaram uma estatística teste t_t igual a -1,204, com um número grau de liberdade – df – 78 e um nível de significância bicaudal – Sig (2 tailed) – igual a 0,232 (o teste de igualdade de varância de Levene). Como o nível de significância – Sig – (0,081) foi maior que 0,05 aceita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que não existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. Apesar da média das empresas que pertencem ao grupo MS ter sido maior do que as empresas do grupo ME não é possível afirmar que as empresas que não

adotam os níveis mais elevados de Governança Corporativa tem melhor desempenho econômico financeiro em relação ao indicador analisado, se comparado as empresas do ME.

Os resultados dos testes t para o índice Retorno do Ativo Total indicaram uma estatística teste t_t igual a 2,581, com um número grau de liberdade – df- 78 e um nível de significância bicaudal – Sig (2 tailed) – igual a 0,012 (o teste de igualdade de Levene). Como o nível de significância – Sig – (0,032) foi menor que 0,05 rejeita-se a H_0 de igualdade. Portanto percebe-se que existem diferenças significativas entre as médias desse índice de rentabilidade. Como a média das empresas que pertencem ao grupo ME foi significativamente maior que as pertencentes ao grupo MS pode-se afirmar que empresas listadas em níveis de mercado mais elevados possuem um retorno do ativo total maior do que as empresas que não adotam os níveis mais elevados de exigência com relação a Governança Corporativa.

Tabela 2 - Teste de hipóteses para a igualdade das variâncias dos indicadores de rentabilidade das empresas da amostra final listadas em 2015 no Setor Econômico de consumo cíclico e não cíclico da BM&FBOVESPA

Independent Samples Test

| | | Levene's Test for Equality of Variances | | t-test for Equality of Means | | | | | | |
|-------|-----------------------------|---|------|------------------------------|--------|-----------------|-----------------|-----------------------|---|-------|
| | | F | Sig. | t | df | Sig. (2-tailed) | Mean Difference | Std. Error Difference | 95% Confidence Interval of the Difference | |
| | | | | | | | | | Lower | Upper |
| MARGE | Equal variances assumed | 5.119 | .026 | 1.143 | 78 | .256 | 2.456 | 2.149 | -1.821 | 6.734 |
| M | Equal variances not assumed | | | 1.059 | 36.005 | .296 | 2.456 | 2.319 | -2.246 | 7.159 |

| | | | | | | | | | | |
|--|---|-------|------|--------|--------|------|--------|-------|--------|-------|
| MARGE M OPERAC IONAL | Equal varianc es assume d | .002 | .969 | 1.846 | 78 | .069 | 1.024 | 5.548 | -8.019 | 2.129 |
| | Equal varianc es not assume d | | | 1.823 | 70.952 | .072 | 1.024 | 5.618 | -9.590 | 2.145 |
| GIRO DO ATIVO | Equal varianc es assume d | 1.867 | .176 | 1.526 | 78 | .131 | 5.899 | 3.866 | -1.798 | 1.360 |
| | Equal varianc es not assume d | | | 1.474 | 57.722 | .146 | 5.899 | 4.003 | -2.114 | 1.391 |
| LUCRO POR AÇÃO | Equal varianc es assume d | 5.200 | .025 | 1.253 | 78 | .214 | 8.177 | 6.528 | -4.819 | 2.117 |
| | Equal varianc es not assume d | | | 1.161 | 36.143 | .253 | 8.177 | 7.042 | -6.103 | 2.246 |
| RETORN O DO CAPITAL PRÓPRI O | Equal varianc es assume d | 3.132 | .081 | -1.204 | 78 | .232 | -2.308 | 1.918 | -6.126 | 1.509 |

| | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|---|-------|------|--------|--------|------|--------|-------|--------|-------|
| | Equal varianc es not assume d | | | -1.122 | 38.341 | .269 | -2.308 | 2.058 | -6.473 | 1.857 |
| RETORN O DO ATIVO TOTAL | Equal varianc es assume d | 4.793 | .032 | 2.581 | 78 | .012 | 1.400 | 5.426 | 3.202 | 2.481 |
| | Equal varianc es not assume d | | | 2.527 | 66.067 | .014 | 1.400 | 5.542 | 2.939 | 2.507 |

Fonte: Elaborado pelo autor

Dos 6 indicadores analisados apenas 3 (margem líquida, lucro por ação, retorno do ativo total) demonstraram diferença significativa, ou seja, a média dos grupos foram estatisticamente diferentes. Diante do exposto na tabela 1 pode-se supor que as empresas que pertencem ao grupo ME tendem a possuir um desempenho significativamente maior com relação as que não adotam um elevado nível de Governança Corporativa

5. Conclusão

O estudo teve como objetivo identificar se existe diferença significativa entre a adesão dos diferentes níveis de Governança Corporativa criados pela BM&FBOVESPA e o retorno econômico-financeiro para as empresas adquirentes.

A partir desse estudo observou-se que, dos 6 indicadores de rentabilidade analisados, em 3 deles (Margem Líquida, Lucro por Ação e Retorno do Ativo Total) as diferenças foram significativamente maiores. Ou seja, que as empresas que adotam níveis mais elevados de Governança Corporativa, tendem a possuir um retorno econômico-financeiro maior do que as empresas listadas no mercado simples.

Apesar dos resultados encontrados, recomenda-se considerar em estudos futuros os índices (Giro do Ativo e Retorno do Capital Próprio) que tiveram média superior nas empresas do mercado simples, avaliando possíveis condicionantes no período analisado, que tenham influenciado as médias encontradas, que contrariaram a hipótese do estudo de que as empresas que adotam níveis mais elevados de Governança Corporativa devem ter um retorno econômico-financeiro superior às empresas que operam nos Mercados Simples.

Sendo assim, conclui-se a partir do resultado encontrado nos indicadores, que possuem grande relevância de análise para investidores e proprietários, que manter-se em mercados mais elevados de Governança Corporativa tem sido uma preocupação das grandes empresas,

vista aos 55,84% das empresas analisadas no estudo estarem listadas no mercado elevado. Logo, pressupõe-se que a atratividade dos investidores diante da confiabilidade fornecida pela Governança Corporativa tem justificado os custos de manutenção dessas empresas nos mercados elevados.

6 Referências

- BM&FBOVESPA. **Bovespa Mais Nível 2**. São Paulo, [20_?]. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel-2/> Acesso em 15 Jun. 2016.
- BRUNI, A. L. **SPSS aplicado à pesquisa acadêmica**. São Paulo: Atlas, 2009.
- FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- LIPSEY, M. W.; HURLEY, S. M. **Design sensitivity: statistical power for applied experimental research**. In: BICKMAN, Leonard; ROG, Debra J. (EE.). The sage handbook of applied social research methods. 2. ed. Califórnia: Sage Publications, 2009.
- NETO, A.A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. São Paulo: Atlas, 2010.
- PENHA, R. S. Desempenho econômico-financeiro das empresas com boas práticas de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. 13º congresso - USP controladoria e contabilidade. São Paulo, 2013. Disponível em <<http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos132013/588.pdf>> Acesso em 08 Jul. 2016.
- PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. Ed. Rio Grande do Sul: Feevale, 2013.
- ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ROSSONI, L. Governança Corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa. 2009. **Tese** (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, M. D. P. B. **Metodologia de Pesquisa**. Porto Alegre: 5. ed. Porto Alegre: Penso, 2013.
- SILVA, A. A. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. São Paulo: 4. ed. São Paulo: Atlas, 2014.