

## Governança Corporativa no Contexto Brasileiro: um Estudo do Desempenho das Companhias listadas nos Níveis da BM&FBOVESPA

**Área Temática:** Governança Corporativa

### AUTORES

**NIRLENE APARECIDA CARNEIRO FERNANDES**

Universidade Federal de Minas Gerais  
NIRLENECCO2004@YAHOO.COM.BR

**WARLEY DE OLIVEIRA DIAS**

Universidade Federal de Minas Gerais  
warley.o.dias@bol.com.br

**JACQUELINE VENEROSO ALVES DA CUNHA**

Fundação Universidade Regional de Blumenau  
jvac@furb.br

### RESUMO

A governança corporativa representa uma ferramenta capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas, além de apresentar-se com uma forma de assegurar o retorno sobre investimentos dos fornecedores de recursos financeiros. Dessa forma, boas práticas de governança corporativa tendem a melhorar o desempenho econômico, aumentar o retorno sobre o investimento, bem como aumentar o valor da empresa. Diante desse contexto, este estudo tem como objetivo analisar se houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007. Por meio de pesquisa descritiva, com o uso das estratégias bibliográfica e documental, análise documental e avaliação quantitativa, foram calculados os indicadores econômico-financeiros (ROA e ROE) e o indicador de valor total da companhia (*Proxy Tobin's Q*), de 40 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2006 a 2008. Por meio de análises estatísticas, verificou-se que, apesar de sofrerem variações durante o período, o desempenho e o valor das empresas não sofreram mudanças estatisticamente significativas. Conclui-se que, estatisticamente, não houve mudanças no desempenho e no valor de mercado das companhias pesquisadas após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

**Palavras chave:** Governança Corporativa; Desempenho; Teste de Médias.

### ABSTRACT

Corporate governance is a tool to leverage the financial performance of companies, and presented with a way to ensure return on investment of providers of financial resources. Thus, good corporate governance practices tend to improve economic performance, increase return on investment and increase the value of the company. Given this context, this study aims to examine whether there were changes in the performance of companies after the accession to the levels of corporate governance in the BM&FBOVESPA in 2007. Through descriptive research with the use of strategies literature and documents, document analysis and quantitative evaluation, we calculated the economic and financial indicators (ROA and ROE) and the indicator of the total value of the company (*Proxy Tobin's Q*) of 40 Brazilian companies traded in the period 2006 to 2008. Through statistical analysis, it was found that,

although suffering variations during the period, performance and value of companies have not been statistically significant changes. It is concluded that statistically there was no change in performance and market value of the companies surveyed after accession to the levels of corporate governance in the BM&FBOVESPA.

**Keywords:** Corporate Governance; Performance; Media Test.

## 1 INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990, as práticas de governança corporativa têm sido implementadas principalmente em empresas de capital aberto, com o objetivo de combater fraudes e abusos de poder (SOUZA; BORBA, 2007). A governança corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos, representa uma ferramenta capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores de recursos financeiros dessas empresas, se asseguram de que terão retornos de seus investimentos (TAVARES FILHO, 2006).

No caso do mercado brasileiro, foram implantados no ano de 2000, os contratos privados entre a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) e as companhias abertas, contemplando compromissos de práticas adicionais de governança corporativa, o que representa uma alternativa às reformas legislativas pertinentes ao assunto.

Conforme Silva e Zotes (2004), os pontos-chave responsáveis pela credibilidade da governança corporativa diante do mercado financeiro mundial foram à transparência da gestão empresarial e a redução de riscos para os investidores. Por sua vez, Lima *et al.* (2002, p. 2) fazem a seguinte explanação para ressaltar a importância das práticas de boa governança para o desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento da economia nacional:

“(...) com a redução do risco das empresas no mercado acionário, em decorrência do provimento de maior transparência das informações contábeis e da prática da boa governança corporativa, maior fatia de poupadores estaria propensa a aplicar seus recursos no capital das companhias. Logo, a prática da boa governança corporativa implica em um fator de suma importância ao desenvolvimento no mercado de capitais e, conseqüentemente, do crescimento econômico nacional”.

Segundo Silveira (2005), empresas que possuem uma estrutura de governança corporativa adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado, detêm melhores resultados e são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada.

Essas boas práticas tendem a propiciar redução do custo de capital a médio e longo prazos, proporcionado pela redução do risco para os *stakeholders*, além de melhorar a qualidade e transparência das informações prestadas pelas companhias. Tudo isso impacta de forma positiva, direta ou indiretamente, no resultado da companhia e, conseqüentemente, gera condições para aumento da riqueza dos acionistas. Assim, entende-se que o desempenho econômico melhora, aumentando o retorno sobre o investimento e o valor da empresa (TAVARES FILHO, 2006).

Estudos recentes têm investigado os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa. Como exemplo, Black (2001), utilizando os *rankings* de governança corporativa para 21 empresas russas, desenvolvidos por um banco de investimento, evidenciou que, ao melhorar suas práticas de governança, as empresas podem melhorar os preços de suas ações, e, assim, reduzir o custo de capital.

Kappler e Love (2002) observaram que, empresas de um mesmo país podem oferecer diferentes níveis de proteção aos investidores, com a adoção de mecanismos não especificados por lei, além de apresentarem variação nos padrões de governança adotados. Como medida de mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa, as autoras utilizaram os *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Elas verificaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor.

Tavares Filho (2006) analisou a diferença na rentabilidade e valor de mercado das companhias após adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA e chegou

à conclusão que houve mudanças significativas nas variáveis ROA, ROE e TQ (Valor total de mercado da empresa) após a adesão.

Ariff, Ibrahim e Othman (2007), num estudo envolvendo 90 empresas da Malásia, investigaram se as variáveis lucratividade, alavancagem, crescimento, avaliação de mercado, tamanho, idade, estrutura de propriedade e países de operação, eram determinantes do nível de governança das empresas.

Macedo e Corrar (2009) analisaram comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica, através da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007. Para tanto, utilizase de informações sobre lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização, das empresas sob análise, obtidas na base Melhores e Maiores da Exame - FIPECAFI. Concluíram que as empresas com boas práticas de governança corporativa têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Porém, em relação a 2006 e 2007 o desempenho dos dois grupos é estatisticamente igual ao nível de 5 %.

Diante deste contexto, este estudo buscou responder a seguinte questão de pesquisa: *Quais as mudanças ocorridas no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA?* Sendo assim, tem-se como objetivo analisar se houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007.

Uma vez formulado o problema, propõe-se uma dada resposta suposta, provável e provisória (hipótese), que seria o que se acha mais plausível como solução do problema: Após a adesão aos níveis de governança corporativa, os índices de desempenho das companhias aumentaram estatisticamente.

Alguns estudos encontraram que companhias que estão listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA apresentam desempenho econômico-financeiro superior com comparado com aquelas que não fizeram tal adesão (TAVARES FILHO, 2006; MACEDO; CORRAR, 2009). Assim, o presente estudo se justifica dado à relevância de se realizar uma pesquisa empírica e estatística, por meio de dados atuais, para medir tal relação. Adicionalmente, esta pesquisa pretende contribuir para a ampliação de resultados empíricos a cerca da relação governança corporativa e desempenho corporativo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança corporativa

A expressão “Governança Corporativa” ainda não se tornou totalmente compreendida no mercado econômico mundial, porém, sua aplicação prática é reconhecida como sendo de fundamental importância para o crescimento sólido da economia mundial. Essa expressão teve origem no ano de 1991, sendo que o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa foi elaborado em 1992. Já no ano de 1995 surgiu o primeiro livro sobre o tema, intitulado “Corporate Governance”, escrito por R. Monks e N. Minow (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

No Brasil, a governança corporativa teve início em 1994, quando começaram as discussões em torno da criação de um órgão que definisse padrões a serem adotados pelos conselhos de administração no intuito de reduzir suas deficiências. Com esse objetivo, segundo Hallqvist (2003), em 27 de novembro de 1995, foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). No entanto, o IBCA sentiu a necessidade de ampliar suas atividades, não focando somente conselhos de administração, mas abrangendo também a propriedade, a diretoria, o conselho fiscal e a auditoria independente. Desse modo, em 1999

passou a denominar-se Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o qual não possui fins lucrativos (IBGC, 2004).

Entende-se que é cada vez mais importante o esclarecimento desse tema. Carlsson (2001 *apud* SILVEIRA, 2006) sugere que o século XIX caracterizou-se como a era dos empreendedores, o século XX como a era do gerenciamento e o século atual, o XXI, como a era da governança corporativa. Nessa linha de raciocínio, Steinberg (2003) acrescenta que, além de proteger os investidores, a adoção da política da boa governança tende a valorizar as empresas que a praticam, pois os investidores entendem que os retornos de suas aplicações implicarão ganhos generalizados, podendo contribuir para o crescimento mútuo, aumentando o nível de satisfação de todos os *stakeholders* relacionados à empresa.

Segundo Shleifer e Vishny (1997 *apud* SILVEIRA, 2005) a governança corporativa deve ser entendida como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Os fornecedores de recursos são os credores e os acionistas predispostos a injetarem recursos na empresa, proporcionalmente à existência de estruturas de proteção contra a expropriação por parte de gestores e acionistas controladores. Pereira e Vilaschi (2006) complementam afirmando que a governança corporativa é de extrema importância prática, uma vez que, mesmo nas economias mais avançadas, há uma grande preocupação em se desenvolver mecanismos que protejam os proprietários do capital. Esses mecanismos são de cunho econômico e legal, e podem ser ajustados através de processo político.

Custódio *et al.* (2006) inferem que a governança corporativa constitui-se num complexo de medidas adotado para dirigir, monitorar e proteger as inter-relações entre os integrantes da estrutura empresarial, bem como, suplantar as imperfeições da legislação societária.

Lodi (2000) pontua que quando aplicada ao mercado de capitais, a prática da governança corporativa precisa revestir-se objetivamente de quatro pilares: 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 evidenciação, 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; e d) *Compliance* - obediência e cumprimento das leis do país.

No intuito de explicar o tema, o IBGC (2004) destaca a governança corporativa como sendo um sistema que visa monitorar as sociedades, aprimorando as relações entre acionistas/cotistas, conselho de administração, auditoria independente e conselho fiscal. Nesse contexto, pode-se considerar que a governança corporativa, quando praticada de forma correta, tende a maximizar o valor da sociedade, facilitar a captação de recursos e a contribuir para que a organização obtenha longa vida.

Considerando, ainda, a inserção no conceito que aborda a governança corporativa como sendo um sistema, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002) destaca que esse sistema deve possuir um conjunto de procedimentos cuja finalidade é garantir a inserção de alguns benefícios. Entre tais benefícios estão: otimizar o desempenho das companhias participantes da bolsa de valores; garantir o aumento das ações das companhias através da boa imagem corporativa; reduzir o custo de capital; facilitar o aumento da viabilidade de obtenção de recursos no mercado de capitais; garantir aos *stakeholders* os direitos sobre os ativos da companhia, protegendo-os contra acionistas controladores, que têm poder de influenciar decisões em nome da companhia - com o intuito de promover o desenvolvimento sustentável do mercado de ações e formar uma excelente imagem do mesmo perante os agentes envolvidos.

A aplicação da política de governança baseia-se no direito dos acionistas de saberem, com máxima transparência, o destino dos recursos por eles empregados junto à corporação. Para tanto, faz-se necessária à aplicação de normas que regulamentem o mercado de capitais no país, oferecendo maiores garantias aos investidores, mesmo que estes possuam poucas ações. É nesse sentido que o IBGC criou o código das melhores práticas de governança corporativa que - dividido em propriedade; conselho de administração; gestão; auditoria; fiscalização e ética - visa a total transparência e igualdade de direitos entre todos os acionistas majoritários e minoritários, orientando a correta prestação de contas em todos os níveis de estrutura da organização (STEINBERG *et al.*, 2003).

Conforme Silveira (2006), a governança corporativa pode ser influenciada pela estrutura de propriedade existente na organização. As empresas maiores e com melhor desempenho financeiro são as que apresentam, em média, melhor governança corporativa. Ao confrontar-se a afirmação anterior com a conclusão de Okimura, Silveira e Rocha (2004), que defendem que “a concentração média de votos dos acionistas controladores é alta nas empresas brasileiras”, chegando a apresentar uma média geral de 76,1%, pode-se concluir que a introdução dos princípios fundamentais da boa governança corporativa - citados por Villares (2003 *apud* STEINBERG *et al.*, 2003) e IBGC (2004) como sendo a transparência, equidade, prestação de contas, cumprimento de leis e ética - ainda encontra dificuldades para vencer a barreira da concentração de capital votante nas companhias brasileiras.

Destaca-se que os níveis diferenciados de governança corporativa conhecidos atualmente no mercado de ações brasileiro e destacados por Steinberg *et al.* (2003), foram criados pela BM&FBOVESPA, em dezembro de 2000, com o intuito de desenvolver, no mercado de capitais brasileiro, uma estrutura bem elaborada de negociação. Além disso, buscou-se a valorização das companhias, partindo do conhecimento de países com grande experiência no setor, os quais alegam que a adesão às boas práticas de governança corporativa demonstra maior grau de compromisso por parte das companhias junto ao mercado e seus investidores.

De acordo com Oliveira e Silva (2004) os 3 níveis diferenciados de governança corporativa visam destacar, entre as empresas negociadoras de ações no mercado, aquelas que assumem compromissos além dos estabelecidos pela legislação quanto à transparência e ao grau de governança corporativa. Ressalte-se que a inclusão da empresa em um dos níveis da BM&FBOVESPA - N1, N2 e Novo Mercado (NM) - exige algumas regras de adesão.

Para fazer parte do grupo das organizações classificadas no Nível 1 de governança corporativa, a empresa deve preencher aos seguintes requisitos: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria; informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos; apresentação das demonstrações do fluxo de caixa (BM&FBOVESPA, 2007).

Para figurar-se no grupo das organizações classificadas no Nível 2 de governança da BM&FBOVESPA, além de conter as exigências do Nível 1, a empresa deve preencher aos seguintes requisitos: conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das sete mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais; direito de voto às ações preferenciais em matérias como transformação, incorporação, cisão, fusão e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que sejam deliberados em

assembleia geral; adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários (BM&FBOVESPA, 2007).

Já para as condutas de governança exigidas no Novo Mercado, a BM&FBOVESPA (2007) determina o atendimento das condições previstas para os Níveis 1 e 2, acrescidas da obrigatoriedade de emissão de ações exclusivamente ordinárias e 100% de *Tag Along* (instrumento que promove a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários).

## 2.2 Mensuração de Desempenho

A mensuração de desempenho é definida por Neely (1998) como sendo o processo de quantificar a eficiência e a efetividade de ações passadas, através da aquisição, coleta, classificação, análise, interpretação e disseminação dos dados apropriados. Ao final, os sistemas de medição fornecem informações importantes para que ações preventivas e/ou corretivas sejam tomadas. Como o progresso da empresa é monitorado através destes sistemas, seus eventuais erros são corrigidos, aumentando as possibilidades de que estas conquistem suas metas e objetivos.

Hendriksen e Van Breda (1999) enfatizam que a mensuração do desempenho pode ser feita sob a ótica de valores monetários, normalmente utilizando dados contábil-financeiros, e/ou sob a ótica de informações não-monetárias. A conjugação de informações de ambas as naturezas pode levar o sistema de avaliação do desempenho a uma condição diferenciada no que diz respeito a certas predições para subsidiar o processo decisório.

Apesar da indiscutível importância dos aspectos não-financeiros na análise e avaliação do desempenho organizacional, o que percebe-se é que ainda se tem na análise contábil-financeira o foco principal de muitos estudos. De acordo com Omaki (2005), apesar das limitações, o uso de medidas de desempenho contábil-financeiro ainda é o procedimento mais comum e sobre o qual existem inúmeros estudos comprovando sua validade, ao menos como um estimador razoável do desempenho organizacional.

Ainda para Perez Jr. e Begalli (2002) e Matarazzo (2003), as demonstrações contábeis fornecem informações úteis e compreensíveis a respeito do passado para ajudar a seus usuários a fazer previsões e tomar decisões relativas à situação econômico-financeira futura do negócio. Isso é feito através da análise contábil-financeira, que se utiliza para este fim de uma série de índices calculados a partir de relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis.

Ressalte-se que a rentabilidade é uma medida de desempenho operacional de uma empresa ou de parte de uma empresa que, tendo como base o lucro, pode ser representada por meio de uma medida absoluta ou relativa. Assim, os indicadores de rentabilidade mostram quanto renderam os investimentos e qual o grau de êxito econômico da empresa. Destaca-se que os índices de retorno, também conhecidos por índices de lucratividade ou rentabilidade, indicam qual o retorno que a empresa está proporcionando para os investidores em termos operacionais e/ou financeiros. Esses índices podem ser calculados através da análise de balanços ou demonstrativos contábeis. (TAVARES FILHO, 2006).

Nesse estudo, deu-se ênfase aos indicadores contábeis-financeiros, principalmente o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Além destes usou-se o *Tobin's Q*, como uma *Proxy* para o valor total da companhia.

O ROA é considerado como um dos quocientes individuais mais importantes da análise de balanços, pois ele mostra o desempenho da empresa de uma forma global. Essa medida deveria ser usada amplamente pelas empresas como teste geral de desempenho, comparando os resultados encontrados e o retorno esperado. A medida de retorno sobre o ativo representa o potencial de geração de lucros da empresa, isto é, o quanto à empresa obteve de lucro líquido em relação aos investimentos totais (SILVA; MORAES JÚNIOR, 2005). O processo de avaliação dos resultados do ROA é apresentado no Quadro 1.

**Quadro 1** – Avaliação de resultados – ROA

Até 8%	Rentabilidade baixa
De 8% a 14%	Rentabilidade normal
De 14% a 20%	Rentabilidade boa
Acima de 20%	Rentabilidade excelente

Fonte: Administração financeira e orçamentos – Cafeo (2004, p.39).

Segundo Grapelli (1998) o ROE mede a taxa de retorno para os acionistas. Os analistas de mercado de capitais, tanto quanto os acionistas, estão especialmente interessados nesse índice. Em geral, maior o retorno, mais atrativa é a ação.

O ROE é também uma medida de muita importância para os analistas financeiros, pois demonstra a rentabilidade em torno dos recursos dos acionistas em relação aos recursos totais da empresa. O processo de avaliação dos resultados do ROE é apresentado no Quadro 2.

**Quadro 2** – Avaliação de resultados – ROE

Até 2%	Rentabilidade péssima
De 2% a 10%	Rentabilidade baixa
De 10 a 16%	Rentabilidade boa
Acima de 16%	Rentabilidade excelente

Fonte: Administração financeira e orçamentos – Cafeo (2004, p.39).

Conforme Assaf Neto (2005), o valor de mercado da empresa mostra-se como a melhor medida de desempenho empresarial, pois leva em consideração a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) e o risco associado ao investimento, além de envolver uma visão de longo prazo, vinculada a continuidade do empreendimento, indicando o poder de ganho e a viabilidade de um negócio.

Ressalte-se que para o presente estudo, utilizou-se como *Proxy* para o valor ou desempenho da empresa, o indicador *Tobin's Q* que é definido por Famá e Barros (2000) como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. O processo de avaliação dos resultados do indicador *Tobin's Q* é apresentado no Quadro 3.

**Quadro 3** – Avaliação de resultados – *Tobin's Q*

Indicador maior que 1 ( $Q > 1$ )	O valor total de mercado da empresa é superior ao preço de reposição de seus ativos, verificando-se a criação de riqueza adicionada ao valor de mercado da empresa.
Indicador menor que 1 ( $Q < 1$ )	O valor que a empresa pode alcançar no mercado é inferior ao que se gastaria para construí-la. Essa situação é de destruição de valor, incapaz de remunerar de forma atraente o capital investido.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2005).

Sendo assim, quando  $Q > 1$  as companhias terão incentivo para investir, uma vez que o valor do novo capital investido excederá seu custo. Ao contrário, quando  $Q < 1$ , a companhia não terá qualquer incentivo para aplicar em novos projetos (ASSAF NETO, 2005).

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Classificação da pesquisa

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, com o uso das estratégias bibliográfica e documental, por meio da análise documental, e avaliação quantitativa. Nesse sentido, segundo Gil (1999) o principal objetivo da pesquisa descritiva é descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Nesta pesquisa busca-se analisar se há mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, além de descrever as práticas de governança corporativa exigidas pelo IBGC e pela cartilha da CVM.

A estratégia bibliográfica é o estudo para conhecer as contribuições científicas sobre determinado tema e tem como objetivo recolher, selecionar, analisar e interpretar as contribuições teóricas já existentes sobre o assunto (MARTINS, 2002). Já a estratégia documental é aquela em que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias (MARCONI; LAKATOS, 1999). Portanto, serão utilizadas fontes secundárias, por meio de estudos já desenvolvidos como o estudo de Tavares Filho (2006), além das fontes primárias, por meio da análise documental das demonstrações financeiras padronizadas (DFP's) das companhias listadas nos níveis de governança corporativa no ano de 2007.

Em relação à avaliação quantitativa esta compreende organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados. O tratamento desses dados é desenvolvido por meio de ferramentas estatísticas (MARTINS; THEÓPHILO, 2007). Neste estudo foram calculados os índices médios de desempenho após a adesão aos níveis de governança corporativa e foi feita a comparação com os índices anteriores à adesão por meio do *teste t* para duas amostras.

A justificativa para esta classificação consubstancia-se no fato de o estudo descrever a importância da governança corporativa através da análise quantitativa de variáveis de desempenho das empresas coletadas por meio das informações divulgadas nas demonstrações financeiras das companhias brasileiras listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007.

#### 3.2 Operacionalização dos dados e descrição dos procedimentos utilizados

Na primeira etapa, realizou-se uma revisão da literatura sobre estudos de governança corporativa e indicadores de desempenho com ela relacionados. Desse modo, o foco da revisão bibliográfica centrou-se no maior entendimento da governança corporativa, já que esta, entre outros fatores, busca garantir o retorno dos investimentos além da diminuição de problemas como assimetria informacional e conflito de interesses. Buscou-se, ainda, a compreensão dos indicadores que estão relacionados com o desempenho das companhias, uma vez que a governança corporativa tende a melhorar o desempenho das organizações que a utilizam.

Na segunda etapa da pesquisa, foram coletadas as DFP's das companhias brasileiras listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA (N1, N2 e NM) referente aos anos de 2006, 2007 e 2008 para o cálculo dos índices médios de desempenho. A restrição deste período se deve ao fato de já haver sido realizado um estudo com essas variáveis até o ano de 2006. Assim, a escolha do período se deu na busca de ampliar tal estudo.

A população-alvo do presente estudo é composta pelas companhias brasileiras que tiveram sua listagem nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007. Portanto este estudo abrange as companhias que aderiram aos níveis de governança corporativa de 1º de janeiro de 2007 a 31 de dezembro de 2007.

Ressalta-se que 2007 foi o ano em que um maior número de companhias foram inseridas em um dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA, totalizando 54 companhias. No entanto, para o presente estudo, foram retiradas 3 destas companhias (Açúcar Guarani S.A.; Cyrela Commercial Propert S.A. Empreendimentos e Participações; e São Martinho S.A.), por não ter sido possível encontrar os dados necessários para o cálculo dos índices médios de desempenho e 11 companhias por não possuírem demonstrações para o ano de 2006, ou seja, foram registradas no ano de 2007. Dessa forma, a amostra final compreendeu 40 companhias brasileiras listadas nos níveis de governança corporativa no ano de 2007 (Quadro 4).

**Quadro 4** – Amostra final do estudo

Razão Social e Nível de Governança - BOVESPA			
1	BCO Cruzeiro do Sul - N1	21	EZ TEC Emprend. e Participações S.A - NM
2	BCO Daycoval S.A - N1	22	Fertilizantes Heringer S.A - NM
3	BCO Industrial e Comercial S.A - N1	23	Helbor Empreendimentos S.A - NM
4	BCO Indusval S.A - N1	24	Iguatemi Emp. de Shopping Centers S.A - NM
5	BCO Panamericano S.A - N1	25	Inpar S.A - NM
6	BCO Pine S.A - N1	26	JBS S.A - NM
7	Parana BCO S.A - N1	27	JHSF Participações S.A - NM
8	BCO ABC Brasil S.A - N2	28	Log-in Logística Intermodal S.A - NM
9	BCO Sofisa S.A - N2	29	Marfrig Alimentos S.A - NM
10	Kroton Educacional S.A - N2	30	Marisa S.A - NM
11	Multiplan Empreend. Imob. S.A - N2	31	Metalfrio Solutions S.A - NM
12	Sul América S.A - N2	32	Minerva S.A - NM
13	Amil Participações S.A - NM	33	MPX Energia S.A - NM
14	Bematech S.A - NM	34	MRV Engenharia e Part. S.A - NM
15	BR Malls Participações S.A - NM	35	PDG Realty S.A. Empre. e Part. - NM
16	Camargo Correa Desenv.Imobiliário S.A - NM	36	Redecard S.A - NM
17	Cia. Providência Indústria e Comércio - NM	37	Rodobens Negócios Imob. S.A - NM
18	Construtora Tenda S.A - NM	38	SLC Agrícola S.A - NM
19	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A - NM	39	SPRINGS Global Part. S.A - NM
20	Even Construtora e Incorporadora S.A - NM	40	Tegma Gestão Logística S.A - NM

**Fonte:** elaborado pelos autores.

A terceira etapa consistiu na análise e interpretação dos índices médios de desempenho calculados na etapa anterior, no intuito de analisar se houve mudanças significativas após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Para tanto, seguindo a metodologia realizada por Tavares Filho (2006), utilizou-se os indicadores econômico-financeiros Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Além destes usou-se o *Tobin's Q*, como uma *proxy* para o valor total da companhia (Quadro 5).

Quadro 5 – Índices utilizados no estudo.

ÍNDICE	DESCRIÇÃO	FÓRMULA
ROA	Divisão do lucro líquido após o IR pelo ativo total médio (ativo total inicial mais ativo total final dividido por 2).	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}} \times 100$
ROE	Divisão do resultado líquido (lucro líquido após o IR) pelo patrimônio líquido médio (patrimônio líquido inicial mais patrimônio líquido final dividido por 2) constantes na Demonstração de Resultado e Balanço Patrimonial das companhias, respectivamente. Essa relação obtida através do ROE representa o rendimento do capital próprio.	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{PL Médio}} \times 100$
Tobin's Q	Relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos e é usado como <i>Proxy</i> para o valor ou desempenho da empresa, é calculado por aproximação do indicador original.	$TQ_{\text{(aproximado)}} = \frac{\text{VMA} + \text{VCD}}{\text{AT}}$ em que: o denominador (VMA + VCD) representa o Valor Total da Empresa, ou seja, capital próprio mais capital de terceiros (Passivo Circulante – Ativo Circulante + Passivo Exigível a Longo Prazo). O denominador (AT) representa o valor monetário mínimo da capacidade produtiva da empresa, ou seja, o Ativo Total.

Fonte: elaborado pelos autores.

Na quarta etapa realizou-se o *teste F* para detectar se a amostra possuía variâncias equivalentes em seus índices nos três anos analisados. Posteriormente realizado o *teste t* para verificar se após a adesão a um dos níveis de governança corporativa, houve aumento nos indicadores de desempenho das companhias analisadas.

Como limitação desta pesquisa ressalte-se a adoção dos indicadores propostos por Tavares Filho (2006). Nesse sentido, a utilização de outros indicadores de desempenho pode levar as resultados diferentes aos encontrados neste estudo.

#### 4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Esta etapa do estudo consiste em demonstrar todas as análises realizadas, bem como apresentar os principais resultados obtidos através da avaliação dos indicadores pertencentes às companhias brasileiras participantes do sistema de governança corporativa proposto pela BM&FBOVESPA.

Em relação ao primeiro índice proposto para o estudo, o ROA, verificou-se que a maior parte das companhias possui rentabilidade baixa no período analisado e apenas no ano de 2006 houve a presença de 2 companhias (5%) com rentabilidade excelente (Tabela 1). Portanto, o rendimento líquido (lucro líquido) em relação ao Ativo encontra-se baixo na maior parte das companhias analisadas.

**Tabela 1** – Retorno sobre o Ativo (ROA).

ROA		% de companhias		
Escala	Rentabilidade	2006	2007	2008
Até 8%	Baixa	77,5	74	65
De 8 a 14%	Normal	10	20	27
De 14 a 20%	Boa	7,5	6	8
Acima de 20%	Excelente	5	0	0
TOTAL		100	100	100

**Fonte:** elaborado pelos autores.

Em relação ao segundo índice de rentabilidade, o ROE, verificou-se que antes da adesão aos níveis de governança (2006), 50% das companhias possuíam rentabilidade excelente em relação ao índice de retorno sobre o investimento e que este caiu para 25% e 20% em 2007 e 2008 respectivamente. Portanto com a adesão aos níveis de governança as companhias analisadas diminuíram seu índice de rentabilidade ROE (Tabela 2).

**Tabela 2** – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

ROE		% de companhias		
Escala	Rentabilidade	2006	2007	2008
Até 2%	Péssima	22,5	37	25,5
De 2 a 10%	Baixa	10	20	25,5
De 10 a 16%	Boa	17,5	18	29
Acima de 16%	Excelente	50	25	20
TOTAL		100	100	100

**Fonte:** elaborado pelos autores.

Em relação ao *Tobins's Q*, por meio do que denominou-se para o presente estudo de TQ aproximado, verificou-se que a maioria das companhias não estão conseguindo criar ou gerar riquezas (Tabela 3).

**Tabela 3** – *Tobin's Q* aproximado.

<i>Tobin's Q</i>		% de companhias		
Escala	Resultado	2006	2007	2008
TQ > 1	Criação de Riqueza	12	4	8
TQ < 1	Destruição de Valor	88	96	92
TOTAL		100	100	100

**Fonte:** elaborado pelos autores.

Após análise dos índices de desempenho propostos para o presente estudo partiu-se para a análise estatística da relação destes índices com a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Para tanto, utilizou-se do teste *t* para duas amostras, com um nível de significância de 5%, buscando testar as seguintes hipóteses:

$H_0$  = com a adesão a um dos níveis de governança corporativa os índices de desempenho analisados se mantiveram em média constantes ( $\mu_0 = \mu_1$ ).

$H_1$  = com a adesão a um dos níveis de governança corporativa os índices de desempenho analisados não se mantiveram em média constantes ( $\mu_0 \neq \mu_1$ ).

Inicialmente realizou-se o teste *F* para detectar se a amostra apresenta variâncias equivalentes ou variâncias diferentes (Tabela 4). Para tanto, utilizou-se o teste F de duas

amostras para variâncias, com um nível de significância de 5%, buscando testar as seguintes hipóteses:

$H_0$  = as amostras possuem variâncias equivalentes ( $\sigma^2_0 = \sigma^2_1$ ).

$H_1$  = as amostras não possuem variâncias equivalentes ( $\sigma^2_0 \neq \sigma^2_1$ ).

**Tabela 4** – *Teste F* de duas amostras para variâncias.

Índices	ROA		ROE		Tobin's Q	
	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008
Amostra	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008
F	2124,3711	0,7044679	4,4990205	1,2299918	8143,897	0,9775799
F crítico uni-caudal	1,7044651	0,5866943	1,7044651	1,7044651	1,7044651	0,5866943
Resultado	Rejeita $H_0$	Rejeita $H_0$	Rejeita $H_0$	Aceita $H_0$	Rejeita $H_0$	Rejeita $H_0$

**Fonte:** elaborado pelos autores.

Os resultados do *teste F* indicam que apenas a amostra de ROE para o ano de 2007 e 2008 possui variâncias equivalentes. Sendo assim, o *teste t* a ser usado para os índices de desempenho analisados é o *teste t* de duas amostras presumindo variâncias diferentes, exceto para o índice ROE na amostra 2007-2008 em que será usado o *teste t* de duas amostras presumindo variâncias equivalentes (Tabela 5).

**Tabela 5** – *Teste t* de duas amostras.

Índices	ROA		ROE		Tobin's Q	
	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008
Amostra	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008	2006-2007	2007-2008
Stat t	-1,024876	-0,51394	0,3991509	0,4472363	1,0491305	-1,881059
t crítico bi-caudal	2,0226909	1,9916726	2,0032407	1,990847	2,0226909	1,990847
Resultado	Aceita $H_0$					

**Fonte:** elaborado pelos autores.

Conforme demonstrado na Tabela 5, o *Stat t* é menor que o *t* crítico para todos os índices, encontrando-se na área de não rejeição da  $H_0$ , ou seja, a hipótese de que com a adesão a um dos níveis de governança corporativa os índices de desempenho analisados se mantiveram em média constantes ( $\mu_0 = \mu_1$ ) é aceita. Sendo assim, estatisticamente, pode-se afirmar que com a adesão a um dos níveis de governança corporativa os índices de desempenho analisados se mantiveram constantes.

Portanto, apesar das companhias analisadas apresentarem uma variação nos índices de desempenho analisados, estatisticamente não houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A adoção de boas práticas de governança corporativa, por parte das empresas, tende a propiciar redução do custo de capital a médio e longo prazos, proporcionado pela redução do risco para os *stakeholders*, além de melhorar a qualidade e transparência das informações prestadas pelas companhias. Tudo isso impacta de forma positiva, direta ou indiretamente, no resultado da companhia e, conseqüentemente, gera condições para aumento da riqueza dos acionistas.

Dessa forma, este estudo procurou analisar se houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA no ano de 2007. Para tanto, utilizando uma pesquisa descritiva, com o uso das estratégias bibliográfica e documental, análise documental e avaliação quantitativa, calcularam-se indicadores econômico-financeiros (ROA e ROE) e o indicador de valor total da companhia,

por meio da *Proxy Tobin's Q* de 40 companhias brasileiras que aderiram aos níveis de governança corporativa no ano de 2007.

Em relação aos índices analisados, verificou-se que as companhias analisadas neste período encontram-se com uma rentabilidade baixa medida pelo ROA; uma rentabilidade decrescente em relação ao ROE e a maioria das companhias não estão conseguindo criar ou gerar riquezas medido pelo *Tobins's Q*.

Já em relação ao teste estatístico, considerando um nível de significância de 5%, o teste *t* teve como resultado a aceitação da hipótese zero ( $H_0$ ) para todos os índices. Sendo assim, estatisticamente, pode-se afirmar que com a adesão a um dos níveis de governança corporativa os índices de desempenho analisados se mantiveram em média constantes.

Assim, infere-se que, apesar das companhias analisadas apresentarem uma variação nos índices de desempenho analisados como concluído por Tavares Filho (2006), estatisticamente não houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Recomenda-se para futuras pesquisas a utilização de outros indicadores de desempenho a fim de verificar a relação entre governança corporativa e o desenvolvimento econômico-financeira das companhias. Sugere-se, ainda, a identificação das características das empresas que aderiram aos níveis de governança da BM&FBOVESPA, comparando com aquelas que já estavam listadas em tais níveis e aquelas que não apresentam tal classificação.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José P. *Governança corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.
- ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R.. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance*, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, v. 2, p. 89-108, 2001.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. Disponível em: <<http://www.bm&fbovespa.com.br>>. Acesso em junho 2009.
- BM&FBOVESPA. Níveis diferenciados de governança corporativa. BM&FBOVESPA, 2007. Disponível em: <[www.bm&fbovespa.com.br](http://www.bm&fbovespa.com.br)>. Acesso em: junho de 2009.
- CAFEO, Reinaldo César. *Apostila de Finanças Empresariais*. Revisada, 2004.
- CUSTÓDIO, Marcos Aurélio; FILHO, Jorge Ribeiro de Toledo; TINOCO, João Eduardo Prudêncio; ELIAS, Paulo Roberto. Caracterização da Governança Corporativa no Brasil e a importância da evidencição nos informes contábeis. In: CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2006. CD-ROM.
- CVM. Governança Corporativa - A Cartilha da CVM. CVM, 2002. Disponível em: <[www.cvm.org.br](http://www.cvm.org.br)>. Acesso em: julho 2009.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*. São Paulo, v.7, n. 4, out./dez. 2000.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1999.
- GRAPELLI, A. A. & Ehsan Nikbakht. *Administração financeira*. 3º ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDÁ, M. F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- HALLQVIST, Herbert. O 'Rambo' empresarial está com os dias contados. In: STEINBERG, Herbert (Org.). *A dimensão humana da governança corporativa*. São Paulo: Editora Gente, 2003. Cap.1, p.15-53.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). *Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em junho de 2009.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de Balanços*. 7º ed. - São Paulo, Atlas, 1998.
- KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper* n. 2818, April, 2002.
- LIMA, I. S.; YAMAMOTO, M. M.; BATISTELLA, F. D.; IKEDA, R.H. Uma análise dos primeiros passos do novo mercado. In: SEMINÁRIO USP DE CONTABILIDADE, 2, 2002, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2002. CD-ROM.
- LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- LOPES, Alexsandro Broedel. A teoria dos contratos, governança corporativa e a contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (coord). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004, cap.4, p. 171 a 185.
- MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; CORRAR, Luiz João. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: 2009. CD-ROM.
- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Técnicas de pesquisa*. 4.ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999.
- MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.
- MATARAZZO, D. C. *Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial*. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- NEELY, A. *Measuring business performance*. London: The Economist, 1998.
- OKIMURA, Rodrigo T.; SILVEIRA, Alexandre Di M.; ROCHA, Keyler C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28, 2004, Curitiba. *Anais...* Curitiba: 2004. CD-ROM.
- OLIVEIRA, Jaildo L. de; SILVA, César A. T. *A governança corporativa no sistema financeiro nacional*. BCB, Brasília, 2004. Disponível em: <[www4.bcb.gov.br](http://www4.bcb.gov.br)>. Acesso em: julho 2009.
- OMAKI, E. T. Recursos Intangíveis e Desempenho em Grandes Empresas Brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília: 2005. CD-ROM.

PEREIRA, Antônio N.; VILASCHI, Augusto. Governança Corporativa e Contabilidade: Explorando Noções e Conexões. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 6, 2006, Vitória. *Anais...* Vitória/ES: 2006. CD-ROM.

PEREZ JR., J. H. e BEGALLI, G. A.. *Elaboração das Demonstrações Contábeis*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SILVA, Edson Cordeiro da; ZOTES, Luiz Peres. Governança Corporativa e sua influência na gestão de qualidade. In: *Revista Brasileira de Contabilidade*. Brasília, ano XXXIII, n.147, maio/junho, 2004.

SILVA, Simone Sena da; MORAES JÚNIOR, Valdério Freire de. Análise econômico-financeira dos índices de lucratividade ROA e ROE, baseado no modelo ROI. In: *Revista Nova*, v.2, artigo 12, 2005. Disponível em: <<http://www.falnatal.com.br>>. Acesso em: julho de 2009.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

\_\_\_\_\_. *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2006.

SOUZA, Flávia Cruz de; BORBA, José Alonso. Governança Corporativa e Remuneração de Executivos: uma revisão de artigos publicados no exterior. In: *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v.18, n.2, abril/junho de 2007.

STEINBERG, Herbert *et al.* *A dimensão humana da governança corporativa*. São Paulo: Editora Gente, 2003.

TAVARES FILHO, Francisco. Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.