

Desempenho empresarial e níveis de governança corporativa: um estudo longitudinal das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2001 e 2015

Corporate performance and levels of corporate governance: an longitudinal study of companies listed on BM&FBOVESPA between 2001 and 2015

Vitor Borges Tavares¹
Antonio Sérgio Torres Penedo²

RESUMO

Há tempos são realizados estudos que analisam o impacto que a governança corporativa tem no desempenho das empresas. Entretanto, ainda não há uma convergência nos resultados acerca dessa relação, o que pode estar gerando um ceticismo dos investidores sobre a influência que a governança teria no desempenho. Tem sido comum nessas pesquisas a construção de um índice representativo da governança para associá-lo ao desempenho, o que pode levar a resultados distorcidos se o indicador criado não refletir exatamente a percepção que o mercado tem da governança corporativa. Neste contexto, o mercado de ações brasileiro possibilita a análise da relação entre esses fatores sem a necessidade de criação subjetiva de índices, pois a Bolsa oficial brasileira, BM&FBOVESPA, realiza a segmentação das empresas em níveis de governança corporativa, o que permite a realização de estudos entre governança corporativa e desempenho a partir de dados objetivos. Assim, esta pesquisa analisou a relação entre governança corporativa e desempenho utilizando como referência de governança os níveis da BM&FBOVESPA. Os resultados evidenciaram que, no período de 2001 a 2015, todo o período de listagem dos níveis da Bolsa, com base em uma amostra de 572 empresas e 8.580 observações, a adesão aos níveis de governança corporativa não teve relação positiva com nenhuma variável de desempenho analisada: ROA, ROE, EBTIDA/ AT, EBTIDA/ PL e Q de Tobin.

Palavras-chave: Governança corporativa; Níveis de governança da BM&FBOVESPA; Desempenho.

ABSTRACT

Studies have long been conducted that analyze the impact that corporate governance has on corporate performance. However, there is still no convergence in the results about this relationship, which may be generating investor skepticism about the influence that governance would have on performance. It has been common in these surveys to construct a representative governance index to associate it with performance, which can lead to distorted results if the indicator created does not accurately reflect the market's perception of corporate governance. In this context, the brazilian stock market makes it possible to analyze the relationship between these factors without the need for subjective index creation, since the brazilian official stock exchange, BM&FBOVESPA, performs corporate segmentation at corporate governance levels, studies between corporate governance and performance based on objective data. Thus, this research analyzed the relationship between corporate governance and performance using BM&FBOVESPA as a benchmark for governance. The results showed that, during the period from 2001 to 2015, the entire stock market listing period, based on a sample of 572 companies and 8,580 observations, adherence to corporate governance levels had no positive relation with any performance variables analyzed: ROA, ROE, EBTIDA/ AT, EBTIDA/ PL and Q of Tobin.

Keywords: *Corporate governance; Levels of governance of BM&FBOVESPA; Performance.*

1. INTRODUÇÃO

No início do século, Silveira (2006) afirmou que ainda não haviam teorias completas nem estudos práticos conclusivos acerca da influência que a governança corporativa tem no desempenho financeiro das empresas. Passados dez anos, a governança corporativa continua sendo um tema muito discutido e com várias interrogações, especialmente no que tange à relação entre os seus mecanismos e a performance financeira das empresas.

Antes e após o estudo de Silveira (2006), diversos autores investigaram se os mecanismos de governança corporativa têm alguma influência no desempenho financeiro das empresas, por exemplo, Demsetz e Villalonga (2001), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Brown e Caylor (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Dami (2006), Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007), Bhagat e Bolton (2008), Ferreira *et al* (2013), Catapan e Colauto (2014), dentre outros.

Tem sido recorrente nesses trabalhos a construção de índices de governança corporativa para analisar a relação dela com o desempenho. Entretanto, a formulação de um índice requer a definição de variáveis representativas da governança e atribuição de pesos condizentes com a percepção do mercado, caso contrário os resultados acerca dessa relação poderão ser distorcidos (BHAGAT e BOLTON, 2008). Além disso, a divergência nos resultados entre os estudos pode estar gerando ceticismo sobre a relação entre esses fatores por parte do mercado (KLEIN, SHAPIRO e YOUNG, 2005).

No Brasil, inclusive, vários autores utilizaram esse mecanismo (a construção de um índice para representar a governança corporativa) para analisar a relação entre governança corporativa e desempenho, por exemplo, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira (2006), Catapan e Colauto (2014), Black, Carvalho e Sampaio (2014), dentre outros. E os resultados obtidos por eles não são convergentes. Embora a subjetividade do pesquisador seja importante para o desenvolvimento de uma pesquisa, a utilização de diferentes indicadores de governança corporativa pode ser o fator causador dos divergentes resultados para a relação entre governança e desempenho.

Aqui, há a possibilidade de análise da relação entre governança corporativa e desempenho por meio da classificação da Bolsa oficial brasileira. A BM&FBOVESPA criou, em 2000, os segmentos de governança corporativa, Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), para gerar mais confiança aos investidores e evitar perdas para outros mercados (BLACK, CARVALHO E SAMPAIO, 2014). Desde então, as empresas foram aderindo aos níveis de governança que pretendiam fazer parte e tinham condição para tal, representando, ao final 2015, 47% das empresas do mercado de ações da BM&FBOVESPA.

Desta forma, essa segmentação do mercado de ações brasileiro permite que sejam realizadas pesquisas que minimizem a subjetividade na criação de índices de governança corporativa e vieses na relação entre ela e o desempenho. Além disso, os estudos com base na classificação da BM&FBOVESPA tendem a ser de mais fácil aplicação por parte do mercado de ações, especialmente do investidor comum.

Assim sendo, o presente trabalho analisou como a adesão aos níveis de governança corporativa impacta o desempenho das empresas. Diferentemente de estudos como o de Mendes-da-Silva *et al* (2008), que analisou somente as empresas do Novo Mercado, e de Ferreira *et al* (2013), que agrupou as empresas dos níveis de governança corporativa em um único grupo, este trabalho considerou cada nível separadamente.

Apesar de a maioria das empresas dos níveis de governança estar no NM, o nível mais alto de governança, há empresas importantes para o mercado nos segmentos inferiores, prova disso reside no fato de o N1 conter 40% das dez empresas com maior ativo total e 40% das

dez com maior volatilidade em 2015. Ademais, a separação dos níveis é importante em função das especificidades de cada um, discutidas ao longo do trabalho.

Além desta introdução, este trabalho possui outras quatro seções. A segunda apresenta referencial teórico, com a revisão da literatura e o estabelecimento das hipóteses do estudo. A terceira evidencia os aspectos metodológicos do estudo, na quarta são apresentados e discutidos os resultados, e, por fim, na quinta são feitas as considerações finais da pesquisa.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança corporativa

Segundo Silveira (2006), os problemas relacionados à governança corporativa despertam um interesse cada vez maior das autoridades públicas, pois trazem problemas econômicos e sociais, como demissões, lacunas no mercado, fuga de investidores, aumento do custo de capital e redução dos investimentos.

A adoção de práticas de governança corporativa incorre custos à empresa, mas também traz benefícios. Os custos de se adotar boas práticas de governança estão relacionados à Teoria de Agência, a qual diz que existem problemas resultantes do fato de o investidor não estar diretamente ligado à administração da empresa (JENSEN e MECKLING, 1976). Segundo esses autores, os custos de agência são a soma dos: 1) custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; 2) gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal; 3) gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo; 4) perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Contudo, no Brasil, de acordo com Aldrighi e Mazzer (2007), o maior conflito se dá entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que no país há alta concentração de propriedade, o que permite aos controladores realizarem, direta ou indiretamente, a gestão da empresa. É importante destacar que o trabalho teve como período de estudo os anos de 1997 a 2002, ou seja, a listagem de governança corporativa no Brasil ainda era precoce.

Berle e Means (1932) indicaram que a desconcentração das ações da empresa concorre para o aumento nos custos de controle dos gestores, pois essa fragmentação das ações eleva o poder de quem gerencia a empresa. Silveira (2006) verificou que empresas brasileiras com forte concentração de decisão em uma só pessoa ou família tendem a serem menos eficientes.

Em alguns trabalhos, a concentração de ações foi utilizada como *proxy* de governança corporativa, mas o que tem sido recorrente em trabalhos atuais sobre o tema é a tabulação de um índice formado a partir de variáveis que definem a qualidade de governança corporativa, como nível de transparência, estrutura de ações etc. Contudo, tabular variáveis de governança não é tarefa simples, uma vez que cada variável deveria ter o peso dado a ela pelo mercado, o que é não fácil de se fazer. Assim, caso a tabulação seja feita de forma equivocada, no que diz respeito à refletividade da visão dos participantes do mercado, as inferências sobre os resultados podem ser distorcidas (BHAGAT e BOLTON, 2008).

Para Bhagat e Bolton (2008), o conselho de administração representa um forte indicador de governança corporativa. Apesar de reconhecerem a discrepância econométrica entre resumir a uma variável (ou algumas, no caso de desmembramento das características do conselho) e a formação de um índice de governança corporativa sob um prisma de muitas variáveis, como Brown e Caylor (2004), 51 indicadores, e Gompers, Ishii e Metrick (2003), 24 indicadores, Bhagat e Bolton (2008) consideram que o conselho de administração tem o poder de tomar, ou pelo menos ratificar, todas as decisões importantes, incluindo as referentes à política de investimento, à política de remuneração dos administradores e da própria

governança corporativa da empresa. Por isso, para eles, a independência do conselho pode ser um bom substituto para a governança como um todo.

Segundo Brown e Caylor (2004) e Donaldson (2003), a boa governança corporativa tende a gerar maior confiança dos investidores e maior liquidez para o mercado. Para Silveira (2006), empresas com boa governança corporativa têm, teoricamente, menor custo de capital próprio e de terceiros, ou seja, menor custo médio ponderado de capital (WACC). O autor afirma que o menor custo de capital possibilita o empreendimento de mais projetos, maior rentabilidade de projetos existentes e maior competitividade da companhia.

Desta forma, verifica-se que a governança corporativa tem uma relação com diversas variáveis da empresa, sendo objeto de estudos para análise de sua relação com diferentes fatores, por exemplo: volatilidade de ações (MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006), valor da empresa (BLACK, CARVALHO e SAMPAIO, 2014), custo de capital (BADELE e FUNDEANU, 2014), estrutura de capital (SILVEIRA, PEROBELLI e DE CAMPOS BARROS, 2008), custo do capital próprio (SALMASI, 2007; MAESTRI, TERUEL e RIBEIRO, 2015), desempenho (SILVEIRA, 2006; CATAPAN e COLAUTO, 2014; NGUYEN, LOCKE e REDDY, 2015), dividendos (CHANG, KANG e LI, 2006), internacionalização (KLING e WEITZEL, 2016) dentre outros.

Assim, percebe-se que a governança corporativa tem, direta ou indiretamente, relação com diferentes aspectos da empresa. E eles, de alguma forma, afetam o desempenho da companhia.

2.2 Governança corporativa e desempenho

Diversos estudos analisaram a relação entre governança corporativa e desempenho da organização. Ferreira *et al* (2013) afirmam que não há um consenso de resultados nos estudos que verificaram a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas. Na mesma linha, Bhagat e Bolton (2008) afirmam que, nos últimos tempos, um impressionante número de trabalhos considerou medidas alternativas de governança corporativa e testou sua relação com o desempenho das empresas. Além disso, as medidas de desempenho também variaram entre os trabalhos.

Em relação aos que utilizaram medidas de rentabilidade (*return on assets-ROA* e *return on equity-ROE*) para analisar o desempenho, destacam-se os estudos de Klapper e Love (2004), Brown e Caylor (2004), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Dami (2006), Gollner (2006), Catapan e Colauto (2014), Zago e Mello (2016), dentre outros.

Analisando 14 mercados emergentes, Klapper e Love (2004) obtiveram resultados que evidenciaram uma relação positiva entre a governança corporativa e o ROA. Além disso, eles verificaram que o Brasil era o país com menor ROA médio entre todos, dez vezes menor que o da Índia, que possuía o maior ROA médio. A relação positiva e estatisticamente significativa entre governança corporativa e ROA também foi verificado no trabalho de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005).

Brown e Caylor (2004) utilizaram como medida de desempenho o ROE, e, estudando 2.327 empresas dos Estados Unidos, verificaram uma relação positiva entre o índice de governança corporativa, medido com base em 51 variáveis, e o retorno sobre o patrimônio líquido. Diferentemente, Dami (2006) aceitou uma hipótese do seu trabalho de não haver relação positiva e com significância estatística entre mecanismos de governança corporativa, variáveis de estrutura de controle e propriedade, e o ROE.

De forma semelhante ao trabalho de Dami (2006), os resultados de Gollner (2006) não confirmaram a hipótese de que haveria relação positiva com significância estatística em a prática de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROA e pelo ROE. Faz-se a ressalva de que nesse estudo a amostra correspondeu a empresas apenas dos setores de siderurgia e metalurgia.

Diferentemente desses trabalhos, Vieira *et al* (2011) verificaram uma relação negativa e com significância estatística entre o índice de governança corporativa, construído com base em 27 variáveis, e o desempenho medido pelo ROE. Nesse estudo foram analisadas 84 empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA de 2001 a 2006.

Catapan e Colauto (2014), analisando uma amostra aleatória do mercado de ações brasileiro, com 111 empresas, obtiveram como resultado uma relação positiva entre o índice de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROA. Para o ROE os resultados não apresentaram significância estatística. Esse estudo foi realizado com indicadores dos anos de 2010 a 2012. Ferreira *et al* (2013) verificaram que nos anos de 2007 a 2009 as empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa tiveram maior ROA médio do que as do segmento tradicional.

Desta forma, tendo em vista que boa parte dos estudos verificaram uma relação positiva entre governança corporativa e ROA e o fato de não haver convergência nos estudos entre governança corporativa e ROE, tem-se as hipóteses H1 e H2.

H1 – Há uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROA

H2 – Não há relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROE

Alguns trabalhos utilizaram medidas de desempenho econômico-operacional para testar o impacto da governança corporativa. Pode-se citar Gollner (2006), Silveira (2006), Bhagat e Bolton (2008), Ferreira *et al* (2013) e Catapan e Colauto (2014), dentre outros.

Segundo Brown e Caylor (2004) e Shleifer e Vishny (1997), devido à transferência do direito de controle dos acionistas para os gestores, a forte governança corporativa aumenta a probabilidade de gestores investirem em projetos com valor presente líquido (VPL) positivo, o que sugere um melhor desempenho operacional a empresas com elevado grau de governança.

Entretanto, no trabalho de Bhagat e Bolton (2008), inesperadamente, a independência do conselho, considerada pelo autor e pela literatura em geral um forte atributo de governança, apresentou relação negativa com o desempenho operacional da empresa. Diferentemente, no trabalho de Silveira (2006) não se pôde fazer alguma conclusão sobre a relação entre governança e desempenho econômico-operacional, uma vez que os resultados obtidos foram conflitantes entre si de acordo com a abordagem métrica utilizada. Os resultados de Gollner (2006) também não apresentaram significância estatística para a relação entre o desempenho econômico-operacional, medido pelo lucro operacional sobre o ativo total, e a governança corporativa.

Da forma similar ao trabalho de Silveira (2006) e Gollner (2006), os resultados de Catapan e Colauto (2014) para a relação entre desempenho econômico-operacional e governança corporativa não apresentaram significância estatística, de modo que não se verificou uma relação entre essas variáveis. Assim como Silveira (2006), eles utilizaram o EBTIDA como medida de desempenho, com a diferença de que Catapan e Colauto (2014) ponderaram esse indicador pelo ativo total e pelo patrimônio líquido, construindo, assim, duas medidas diferentes.

Fazendo uma análise do desempenho operacional, medido pelo índice de produtividade de Malmquist, Ferreira *et al* (2013) verificaram que o fato de empresas pertencerem aos níveis de governança não as tornam mais eficientes, pois não houve diferenças estatisticamente significativas entre esse grupo e o de empresas do segmento tradicional.

Assim sendo, considerando os estudos anteriores que analisaram a relação entre governança corporativa e desempenho econômico-operacional, define-se as hipóteses H3 e H4 deste estudo.

H3 – Não há relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo EBTIDA/ Ativo total

H4 – Não há relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo EBTIDA/ Patrimônio líquido

Apesar de um número considerável de estudos ter analisado o desempenho sob o prisma da rentabilidade e do desempenho econômico-operacional, a maioria dos principais estudos que analisou a relação entre governança e desempenho utilizou o valor de mercado como *proxy*. Isso foi feito nas pesquisas de Demsetz e Villalonga (2001), Soares (2003), Klapper e Love (2004), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Okimura (2003). Brown e Caylor (2004), Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007), Bhagat e Bolton (2008), Black, Carvalho e Sampaio (2014), dentre outras.

Soares (2003) verificou que o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas com bons índices de governança corporativa foi superior ao desempenho dos índices Ibovespa e IBX, que é composto pelas 100 ações mais negociadas na BM&FBOVESPA.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) verificaram uma relação positiva entre direito dos acionistas e lucros e entre direitos e crescimento de vendas, e negativa entre direito dos acionistas, despesas de capital e quantidade de aquisições corporativas. Além disso, por meio da criação um índice de governança corporativa com 24 critérios e análise de 1.500 empresas americanas por ano, de 1990 a 1999, os resultados mostraram uma relação positiva entre governança corporativa e valor de mercado, medido pelo Q de Tobin.

Brown e Caylor (2004) utilizaram ainda mais critérios para definir a governança corporativa, 51, analisando 2.327 empresas americanas em 2003. Todos os critérios possuíam valores binários, marcando 1 para sim e 0 para não, de acordo com a característica de cada empresa. A medida variou de 13 (para a pior empresa) a 51 (empresas com melhor índice de governança). Nesse trabalho, os resultados mostraram que a governança corporativa está positiva e diretamente relacionada ao valor da companhia (medido pelo Q de Tobin).

Além de analisar a relação entre governança corporativa e ROA, Klapper e Love (2004) também testaram a relação que aquela variável tem com o valor de mercado, verificando uma relação positiva e significativa estatisticamente entre elas, confirmando, assim, a expectativa estabelecida por eles de que empresas que praticam níveis mais elevados de governança corporativa têm maior valor de mercado. Diferentemente, Damit (2006) não obteve resultados estatisticamente significativos para a relação entre governança corporativa e valor de mercado (Q de Tobin).

Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) fizeram duas análises com o objetivo de verificar a relação entre níveis de governança corporativa e o valor de mercado das companhias. Em uma, considerando um grupo com empresas pertencentes qualquer dos níveis, os resultados obtidos não apresentaram significância estatística. Em outra, separando apenas as empresas pertencentes ao segmento mais elevado de governança, Novo Mercado, os resultados apresentaram significância estatística a 1% e mostraram uma relação positiva entre as empresas desse grupo e o valor de mercado, medido pelo Q de Tobin. Faz-se a ressalva de que o estudo foi feito utilizando dados apenas do mês de abril de 2005.

Divergindo dos dois autores, Bhagat e Bolton (2008) não encontraram relação com significância estatística entre qualquer um dos 7 medidores de governança corporativa utilizados e o valor futuro de mercado das ações da empresa. Considerando a divergência desses estudos em relação ao valor de mercado das ações das empresas, o que está alinhado ao trabalho de Andrade (2008) é o de Catapan e Colauto (2014), pois para eles há uma tendência de agregação de valor às ações de uma companhia que realiza a prática de mecanismos de governança corporativa.

O resultado desse estudo se contrapõe ao obtido por de Ferreira *et al* (2013), no qual verificou-se um valor de mercado médio menor por parte das empresas inseridas na listagem de governança da BM&FBOVESPA em relação às não listadas. Contudo, os autores verificaram uma rentabilidade maior para as empresas brasileiras pertencentes aos segmentos de governança corporativa em relação às não pertencentes. Faz-se a ressalva de que nesse estudo foram consideradas apenas empresas do setor industrial e não foram utilizadas variáveis de controle para obtenção desses resultados.

De outro lado, Black, Carvalho e Sampaio (2014) encontraram uma relação positiva entre a prática de mecanismos de governança corporativa e o valor de mercado das empresas, auferido pelo Q de Tobin. Nesse trabalho, a relação positiva foi verificada entre o desempenho e os atributos de governança corporativa utilizados para segmentar as empresas na listagem de governança da BM&FBOVESPA. Em relação aos atributos adicionais considerados pelos autores, que não fazem parte dos utilizados na segmentação por parte da BM&FBOVESPA, não foram encontrados resultados com significância estatística. Por isso, os autores concluíram que o esforço adicional ao exigido para ingresso no segmento mais alto de governança corporativa da Bolsa brasileira não é recompensado por um valor incremental.

Assim sendo, considerando certa convergência nos estudos anteriores acerca da relação entre a prática de mecanismos de governança corporativa e o valor de mercado das companhias, estabelece-se a hipótese H5 deste estudo.

H5 – Há uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a adesão a níveis de governança corporativa e o desempenho medido valor de mercado das empresas (Q de Tobin)

3. METODOLOGIA

3.1 Amostra e dados

A amostra deste trabalho corresponde às empresas, ativas e canceladas, com ações na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2015, com exceção das instituições financeiras, que possuem aspectos contábeis e financeiros peculiares, os quais enviesariam os resultados se fossem considerados no estudo. Ao todo, formaram a amostra 572 empresas, que possibilitaram 8.580 observações de dados nos 15 anos de estudo.

Definiu-se esse período para o estudo em função de a segmentação de governança ter sido lançada em 2001, e pelo fato de 2015 ser o último ano com dados disponíveis no momento da realização da pesquisa. Assim, a amostra do estudo compreendeu os dados de todo o período possível de ser pesquisado para cumprir o objetivo do trabalho.

Para obter os dados das variáveis do estudo, foi utilizada a base de dados Economática. Assim, esta pesquisa utilizou, majoritariamente, dados secundários. Os únicos dados primários utilizados correspondem aos de níveis de governança corporativa de cada empresa ao longo do período de estudo, que foram obtidos mediante solicitação à BM&FBOVESPA.

3.2 Variáveis utilizadas

3.2.1 Variáveis dependentes

As métricas usadas para aferir o desempenho financeiro das empresas ainda não são unânimes no meio acadêmico (DAMI, 2006). Conforme relata a autora, não há um padrão na utilização de variáveis mensuradoras do desempenho das empresas em estudos científicos. Desta forma, seguindo o trabalho de Catapan e Colauto (2014), esta pesquisa utilizou cinco medidores de desempenho financeiro, quais sejam: ROA, ROE, EBTIDA / PL (patrimônio líquido), EBTIDA / Ativo total e Q de Tobin.

Decidiu-se utilizar as mesmas *proxies* do trabalho de Catapan e Colauto (2014) porque elas já contemplam parte das utilizadas por Okimura (2003) e Silveira (2006), além de incluir outras variáveis medidoras, com base no trabalho de Gotardelo (2006). Todos os dados dessas variáveis foram obtidos, diretamente ou por meio de um cálculo adicional, da base de dados Economatica.

Por representar o desempenho da empresa como um todo, o ROA é uma das medidas individuais importantes para análise de resultados (FLORIANI e FLEURY, 2012). Segundo Assaf Neto (2003), ele é um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. O cálculo do ROA é realizado conforme Equação 1:

$$\text{ROA} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{ativo total}} \quad (1)$$

O ROE evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa, ou seja, ele corresponde ao retorno do investimento que foi feito, o que possibilita a análise da vantajosidade em relação a outras alternativas (WERNKE, 2008). O cálculo do ROE se dá conforme Equação 2:

$$\text{ROE} = \frac{\text{lucro líquido}}{\text{patrimônio líquido}} \quad (2)$$

O EBTIDA corresponde ao resultado da empresa antes do imposto de renda e adicional, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização. De acordo com Vasconcelos (2002), o EBTIDA é uma variável importante, pois representa um indicador de desempenho da empresa e se apresenta como base para avaliação das companhias, uma vez que é uma medida essencialmente operacional. Neste trabalho, a exemplo do que foi feito no de Catapan e Colauto (2014), relativizou-se essa medida pelo patrimônio líquido e pelo ativo total das empresas.

O Q de Tobin representa o valor de mercado dos ativos dividido pelo seu custo de reposição. Ou seja, ele representa a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos fixos (FAMA e BARROS, 2000). A fórmula utilizada para esta variável está descrita pela Equação 3:

$$q = \frac{\text{VMao} + \text{VMap} + \text{VCDlp} + \text{VCest} + \text{VCDcp} + \text{VCRcp}}{\text{AT}} \quad (3)$$

Em quê:

q = o valor aproximado do q de Tobin;

VMao = valor de mercado das ações ordinárias;

VCap = valor de mercado das ações preferenciais;

VCDlp = valor contábil da dívida de longo prazo;

VCest = valor contábil dos estoques;

VCDcp = valor contábil da dívida de curto prazo;

VCRcp = valor contábil dos recursos atuais, ou seja, ativo circulante;

AT = valor contábil do ativo total.

3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis de teste da pesquisa representam os níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Essas variáveis formaram uma *dummy* que tem como referência as empresas não pertencentes à listagem, ou seja, os resultados fornecidos pelos modelos para essa variável fazem referência ao grupo de empresas não pertencentes aos níveis de governança corporativa. Assim, os resultados para as variáveis N1, N2 e NM são gerados em comparação com os dados das empresas pertencentes ao segmento tradicional da BM&FBOVESPA. Da mesma forma, a variável NGOV, que representa o grupo das empresas que aderiram a qualquer dos níveis, apresenta resultados da comparação com o grupo de empresas do segmento tradicional, ou seja, que não estão listadas em nenhum nível de governança corporativa.

A obtenção dos dados para tabulação das empresas pertencentes a cada nível foi feita mediante uma solicitação à BM&FBOVESPA. O relatório enviado pela Bolsa continha todas as listagens, deslistagens e migrações realizadas desde o início da segmentação. Para definir se a empresa entraria em determinado nível e a qual ela pertenceria em determinado ano em caso de migração – o limiar, considerou-se a data de 30/06, ou seja, a metade do ano. Portanto, a companhia listada ou migrada até o dia 30/06, foi considerada no novo nível no ano da listagem/ migração. Caso tenha sido em data posterior, a empresa foi incluída no ano seguinte.

Como variáveis de controle, para as análises da relação entre governança corporativa e desempenho, tendo como base o trabalho de Silveira (2006), definiu-se as seguintes: receita líquida, alavancagem, liquidez, tangibilidade e setor.

A variável receita líquida representa o logaritmo natural (ln) da receita operacional líquida ajustada pela inflação ao final de cada exercício.

A alavancagem corresponde à divisão entre dívida financeira total e ativo total da empresa ao final de cada exercício.

A liquidez corresponde ao índice de liquidez geral calculado ao final de cada exercício. Diferentemente de Silveira (2006), que utilizou a liquidez das ações como medida, este trabalho considerou a liquidez geral da empresa, pois para as medidas de rentabilidade (ROA e ROE) e de desempenho operacional-econômico (EBTIDA/ AT e EBTIDA/ PL), este medidor seria um melhor controlador dos resultados, uma vez que mede a situação econômico-financeira da empresa como um todo. A liquidez geral representa o quanto a empresa possui de dinheiro a médio e longo prazo para cada R\$ 1,00 de dívida total.

A tangibilidade tenta representar a natureza da operação da companhia. O nível de tangibilidade é definido pela divisão entre ativo imobilizado bruto e ativo total da empresa ao final de cada exercício.

A variável *dummy* setor representa o controle dos resultados por meio dos diferentes setores aos quais cada empresa está vinculada. Utilizou-se a classificação do Economatica, com 18 setores, de modo que 17 ficaram em função da classificação “outros”. Portanto, os resultados obtidos para essa variável comparam setor específicos com o grupo classificado como “outros”.

Considerando que a diferença entre as medidas de rentabilidade (ROA e ROE) e as de desempenho econômico-operacional (EBTIDA/ Ativo total e EBTIDA/ Patrimônio líquido) corresponde aos valores de juros, impostos, depreciação e amortização, foi necessário realizar testes acerca da relação entre adesão aos níveis de governança corporativa e a alavancagem financeira para tentar entender a divergência nos resultados encontrados para essas variáveis, uma vez que o endividamento altera diretamente os valores de juros e amortização, bem como impacta os valores de impostos e depreciação.

A análise da alavancagem financeira utilizou como base o modelo proposto por Silveira, Perobelli e Barros (2008). Portanto, as variáveis de controle foram: ativo total, singularidade, tangibilidade e setor.

Para o ativo total, considerou-se o logaritmo natural do ativo total da empresa ao final de cada exercício. A singularidade foi calculada pela divisão entre despesas com vendas e receita operacional líquida. As variáveis tangibilidade e setor correspondem às mesmas utilizadas nas equações de regressão para análise da relação entre nível de governança corporativa e desempenho.

3.2.3 Técnica econométrica

Neste trabalho foi utilizada a técnica de regressão múltipla com dados em painel. Esse método possibilita, segundo Andrade e Galina (2013, p. 249), “uma análise das variações das unidades transversais simultaneamente com as variações das unidades individuais ao longo do tempo” e, de acordo com Hsiao (2003), reduz a colinearidade entre as variáveis explicativas. Para considerar o viés de sobrevivência, não foram excluídas da amostra empresas canceladas, ou seja, o painel é não balanceado.

Desta forma, estabeleceu-se as equações de regressão de 4 a 9 para realizar os testes deste estudo:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 RLIQ_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAN_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 RLIQ_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAN_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$EBTIDA/PL_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 RLIQ_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAN_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$EBTIDA/AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 RLIQ_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAN_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Q \text{ DE TOBIN}_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 RLIQ_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 LIQ_{it} + \beta_5 TAN_{it} + \beta_6 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$$ALAV_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 SIN_{it} + \beta_4 TAN_{it} + \beta_5 SETOR_{it} + \beta_7 ANO + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em quê:

ROA_{it} = retorno (lucro líquido) sobre o ativo no exercício;

ROE_{it} = retorno (lucro líquido) sobre o patrimônio líquido no exercício;

$EBTIDA/ AT_{it}$ = EBTIDA sobre o ativo total no exercício;

$EBTIDA/ PL_{it}$ = EBTIDA sobre patrimônio líquido no exercício;

GOV_{it} = variável *dummy* com 4 grupos – empresas não pertencentes a um nível de governança corporativa (pertencentes ao segmento tradicional), empresas pertencentes ao N1, empresas pertencentes ao N2 e empresas pertencentes ao NM – tendo o resultado dos 3 últimos em relação ao primeiro;

Foram realizados testes com a variável GOV assumindo dois valores: pertencentes a algum dos níveis de governança e não pertencentes a algum nível. Nessa análise ela também foi uma *dummy*, cujos resultados, que comparavam as empresas listadas em relação às não listadas, são apresentados como NGOV.

$RLIQ_{it}$ = logaritmo natural da receita operacional líquida no exercício;

LIQ_{it} = liquidez geral ao final do exercício;

$ALAV_{it}$ = alavancagem financeira ao final do exercício;

AT_{it} = logaritmo natural ativo total ao final do exercício;

TAN_{it} = tangibilidade (ativo imobilizado sobre ativo total) ao final do exercício;

SIN_{it} = despesa com vendas sobre a receita líquida no exercício;

$SETOR_{it}$ = setor da empresa com base na classificação do Economática. É uma variável *dummy* que apresenta o resultado 17 setores específicos em função do agrupamento classificado como “outros”.

Foram realizados testes para definir qual o melhor modelo para realizar cada regressão: Teste de Breusch Pagan (avaliação entre o modelo de efeitos fixos e o modelo *Pooled*), Teste de Chow (avaliação entre o modelo de efeitos aleatórios e o modelo *Pooled*) e Teste de Hausman (avaliação entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios).

Além disso, todas as regressões foram rodadas no modo robusto, eliminando problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade. Também foi realizado o teste de multicolinearidade pela estatística *Variance Inflation Factor* (VIF). Todas as variáveis que apresentavam *outliers* foram winsoriadas.

4. RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva das variáveis utilizadas

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas nas equações de regressão

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	5768	0.483	9.446	-18.6	11.8
ROE	4683	7.875	17.376	-27.9	35.2
EBTIDA/ AT	5323	0.078	0.115	-0.186	0.246
EBTIDA/ PL	5328	0.3	0.345	-0.204	1.061
Q de Tobin	2776	1.39	1.131	0.328	3.713
Receita Líquida	5796	12.628	2.883	6.989	15.594
Liquidez	5797	1.049	0.726	0.2	2.6
Alavancagem	5747	1.25	2.205	-3.0	5.2
Ativo total	5817	13.773	2.36	8.296	17.236
Tangibilidade	5814	0.291	0.256	0	0.995
Singularidade	5789	0.117	0.157	0	0.456

Notas: ROA = retorno (lucro líquido) sobre o ativo no exercício; ROE = retorno (lucro líquido) sobre o patrimônio líquido no exercício; EBTIDA/ AT = EBTIDA sobre o ativo total no exercício; EBTIDA/ PL = EBTIDA sobre patrimônio líquido no exercício; Rec. liq. = logaritmo natural da receita operacional líquida no exercício; Liquidez = liquidez geral ao final do exercício; Alavancagem = alavancagem financeira ao final do exercício; Ativo total = ativo total ao final do exercício; Tangibilidade = tangibilidade (ativo imobilizado sobre ativo total) ao final do exercício; Singularidade = despesa com vendas sobre a receita líquida no exercício

Os resultados da Tabela 2 evidenciaram um ROA e ROE médios de 0.483 e 7.875, e um EBTIDA/ AT e EBTIDA/ PL médios de 0.078 e 0.3, respectivamente. No que diz respeito

à liquidez, os resultados mostram que a média é superior a 1, contudo, um cálculo adicional mostrou que a mediana foi de 0.856, ou seja, no mínimo, metade das empresas listadas na BM&FBOVESPA de 2001 a 2015 não possuíam condições de honrar seus compromissos caso houvesse o fechamento da companhia. Outro resultado relevante diz respeito ao fato de, em média, quase 30% do ativo total das empresas ser composto por ativos imobilizados. Ademais, pode-se verificar que as despesas com vendas representaram, em média, aproximadamente, 11% da receita líquida das empresas ao longo dos 15 anos analisados.

Outros cálculos mostraram que as empresas não pertencentes a algum dos níveis tiveram liquidez média de 1.024 e mediana da liquidez de 0.808. As empresas do N1 apresentaram 0.997 e 0.928 de média e mediana, respectivamente. A média de liquidez das empresas pertencentes ao N2 foi um pouco maior do que a N1, 1.058, mas a mediana foi inferior, 0.885. Os resultados para o NM foram os melhores nesta comparação, 1.176 de média e 1.002 de mediana. Ou seja, esse resultado mostra que mais da metade das empresas do NM teriam condições de honrar seus compromissos caso a empresa encerrasse as atividades. Nos dois outros níveis, N1 e N2, bem como no grupo das empresas não pertencentes a um dos segmentos, no mínimo, a metade não teria condição de fazê-lo.

4.2 Resultados econométricos

Tabela 3 – Estimativa de inferência dos níveis de governança corporativa no desempenho das empresas

Variáveis	ROA		ROE		EBTIDA/ AT		EBTIDA/ PL		Q de Tobin	
	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.	Coefic.
N1	-1.459 *	----	-2.587 ----	----	-0.029 ***	----	-0.100 ***	----	-0.252 **	----
N2	-0.677	----	-2.589 ----	----	-0.007	----	-0.078	----	-0.211 ***	----
NM	-0.823	----	-1.082 ----	----	-0.023 ***	----	-0.159 ***	----	-0.022	----
NGOV	----	-0.986 *	----	-1.713 ----	----	-0.023 ***	----	-0.097 ***	----	-0.186 **
Rec. líq.	1.161 ***	1.173 ***	2.511 ***	2.535 ***	0.022 ***	0.022 ***	0.051 ***	0.052 ***	-0.128 ***	-0.125 ***
Liquidez	3.416 ***	3.42 ***	5.304 ***	5.339 ***	0.023 ***	0.023 ***	-0.127 ***	-0.066 ***	-0.074	-0.077
Alavancagem	0.203 ***	0.201 ***	1.111 ***	1.099 ***	0.002 ***	0.002 ***	-0.015 ***	-0.008 ***	0.001	0.001
Tangibilidade	-2.665 **	-2.69 **	-4.169 *	-4.192 *	-0.009	-0.008	-0.175 ***	-0.112 ***	0.099	0.113
Constante	-17.223 ***	-17.367 ***	-34.706 ***	-34.894 ***	-0.207 ***	-0.209 ***	-0.104 ***	-0.300 ***	2.847 ***	2.841 ***
Chow	8.54 ***	0.146 ***	6.22 ***	0.132 ***	7.92 ***	0.122 ***	6.22 ***	0.107 ***	21.08 ***	0.136 ***
Breusch-Pagan	4198.92 ***	0.432 ***	1721.97 ***	0.325 ***	3621.40 ***	0.434 ***	2563.42 ***	0.185 ***	6045.00 ***	0.205 ***
Hausman	266.81 ***	0.328 ***	15.72 ***	0.204 ***	60.90 ***	0.341 ***	56.28 ***	0.157 ***	47.42 ***	0.188 ***
R2 within	0.146	8.55	0.226	6.23	0.122	7.94	0.107	9.47	0.138	21.16
R2 between	0.432	4241.84	0.298	1751.61	0.434	3662.91	0.227	4997.05	0.210	6089.5
R2 overall	0.327	295.76	0.250	8.6	0.340	60.3	0.178	42.7	0.190	1035.51
VIF	1.49	1.50	1.52	1.53	1.51	1.53	1.51	1.53	1.58	1.58
Observações	5728	5728	4655	4655	5285	5285	5291	5291	2766	2766

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01. Variáveis: N1 = Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA; N2 = Nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA; NM = Nível Novo Mercado de governança corporativa da BM&FBOVESPA; NGOV = grupo formado por empresas pertencentes a algum dos níveis de governança corporativa; Rec. líq. = ln da receita operacional líquida anual; Liquidez = liquidez geral anual; Alavancagem = alavancagem financeira anual; Tangibilidade = tangibilidade anual; Constante = constante do modelo estatístico.

Os resultados apresentados na Tabela 3 mostram que as empresas do N1 tiveram um desempenho pior do que as empresas não pertencentes aos segmentos de governança corporativa, quando a medida é o ROA. No que tange à relação entre adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROE, os resultados não apresentaram significância estatística.

Desta forma, verifica-se que não há relação estatística significativa entre o pertencimento a níveis mais altos de governança corporativa, N2 e NM, e a rentabilidade das empresas. Os resultados de Silveira (2006) e Dami (2006) são similares a esses, pois os autores não verificaram relação estatisticamente significativa entre o índice de governança corporativa e a rentabilidade das empresas.

Contudo, quando a análise é feita a partir da variável NGOV, que representa todas as empresas pertencentes a algum dos níveis, o resultado verificado é negativo, ou seja, no geral, empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa entre 2001 e 2015 tiveram pior ROA. Esse resultado indica que **a hipótese H1 não foi aceita**.

Esses resultados vão, em parte, na contramão do estudo de Catapan e Colauto (2014). Esses autores verificaram uma relação positiva entre a governança corporativa, medida por meio de um índice que considerou aproximadamente 29% das empresas listadas na BM&FBOVESPA nos anos de 2010 a 2012, e o ROA. Contudo, em relação ao ROE, os resultados obtidos pelos autores não tiveram significância estatística, o que está alinhado aos verificados neste trabalho. Assim sendo, **a hipótese H2 não é rejeitada**, ou seja, não há relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROE.

Assim como este trabalho, o estudo de Catapan e Colauto (2014) utilizou a técnica de regressão com dados em painel para realizar os testes. Entretanto, esses autores não utilizaram variáveis de controle no modelo, de modo que os resultados podem ter sido distorcidos pela falta de controle de fatores como o tamanho da empresa, a liquidez, o setor etc. Ademais, o período de estudo do trabalho desses autores foi de 2010 a 2012 e a amostra correspondeu a 29% das empresas com ações na BM&FBOVESPA.

Cabe destacar também que a tangibilidade apresentou relação negativa não só com o ROA, mas também com o ROE, com este a um nível de erro menor e com o coeficiente maior (menos, em escala, negativo), indicando que empresas com alto grau de ativos imobilizados tiveram menores retornos sobre o ativo total e sobre o patrimônio líquido. A relação negativa entre tangibilidade e ROA também foi verificada no trabalho de Klapper e Love (2004). Em relação às outras variáveis de controle, receita líquida, liquidez e alavancagem, ambas apresentaram relação positiva e com forte significância estatística com o ROA e ROE.

Os resultados apresentados na Tabela 3 mostram que as empresas listadas no nível mais alto de governança corporativa, Novo Mercado, além das listadas no N1, tiveram um desempenho econômico-operacional inferior ao das empresas não pertencentes a algum dos grupos. Esse resultado foi verificado tanto na equação que tinha esse indicador ponderado pelo ativo total quanto na outra, tendo como ponderador o patrimônio líquido.

Ou seja, a Tabela 3 evidenciou que, em comparação com empresas não listadas nos níveis de governança da BM&FBOVESPA, as operações das empresas pertencentes ao NI e NM geram menor caixa à companhia. Para as empresas pertencentes ao N2, os resultados não apresentaram significância estatística.

Esses resultados são contraditórios às afirmações de Brown e Caylor (2004) e Shleifer e Vishny (1997) de que as empresas com forte governança tendem a ter maior desempenho operacional, pois a transferência do direito de controle para o gestor implicaria a escolha de projetos com maior VPL.

Entretanto, a explicação para o desempenho econômico-operacional ruim das empresas nos níveis de governança corporativa pode estar nos custos de agência, descritos por

Jensen e Meckling (1976), que afirmam que há custos decorrentes do fato de o investidor não estar diretamente ligado à administração da empresa. Assim, segundo esses autores, as empresas com alto grau de governança corporativa teriam custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente, gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal, gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo e perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Assim sendo, infere-se que os custos de participação nos segmentos de governança corporativa sejam mais altos que os benefícios da capacidade de gerar maior caixa operacional por parte do gestor (mais independente). Desta forma, **não são aceitas as hipóteses H3 e H4**, uma vez que os resultados para o N1, NM e NGOV mostraram uma relação negativa e com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho das empresas medido pelo EBTIDA/ AT e EBTIDA/ PL.

Para as variáveis de controle, os resultados mostraram uma relação positiva e com forte significância estatística entre a receita líquida e o desempenho. Para o EBTIDA/ AT isso ocorreu também em relação à liquidez e à alavancagem. Contudo, em relação ao EBTIDA/ PL, essas duas variáveis passaram a ter relação negativa, e mantiveram a forte significância estatística. A tangibilidade apresentou relação estatisticamente significativa apenas com o EBTIDA/ PL, e foi negativa.

Assim como nas outras medidas de desempenho, os resultados também evidenciaram uma relação negativa entre a listagem nos níveis de governança corporativa e o valor de mercado das empresas com ações na BM&FBOVESPA. Com significância estatística, verificou-se que as empresas pertencentes ao N1 e N2 tiveram menor valor de mercado, medido pelo Q de Tobin, do que as empresas do segmento tradicional. Para as empresas do NM, os resultados não apresentaram significância estatística. Ademais, considerando a variável NGOV, os resultados mostraram que a adesão aos níveis de governança corporativa tem relação negativa e estatisticamente significativa com o valor de mercado, por isso **a hipótese H5 não foi aceita**.

Black, Carvalho e Sampaio (2014) afirmaram que o esforço adicional para praticar mecanismos de governança não é acompanhado de ganho incremental pelos investidores da BM&FBOVESPA. Da mesma forma, infere-se que os investidores também não valorizam o esforço para pertencer aos níveis com governança mais baixa.

Os resultados da Tabela 7 se opõem à afirmação de Brown e Caylor (2004) e Donaldson (2003) de que a boa governança corporativa tende a gerar maior confiança dos investidores, e aos resultados obtidos nos estudos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Catapan e Colauto (2014) e Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007).

Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2007) também utilizaram o Q de Tobin como variável dependente, e, de forma similar ao presente estudo, fez a separação de dois grupos: pertencentes ao NM e não pertencentes ao NM, verificando uma relação positiva entre a listagem no NM e o valor de mercado das empresas. Contudo, eles analisaram apenas os dados de abril de 2005.

De outro lado, Silveira (2006), Dami (2006) e Bhagat e Bolton (2008), também utilizando o Q de Tobin, não encontraram relação estatisticamente significativa entre governança corporativa e valor de mercado das empresas. Ou seja, resultados similares ao verificado para o NM, o nível mais alto de governança corporativa.

Considerando o resultado da variável NGOV, no qual as empresas dos três níveis são agrupadas e comparadas às do segmento tradicional, os resultados foram os mesmos de Ferreira *et al* (2013), que verificaram que de 2007 a 2009 as empresas dos níveis de

governança corporativa tiveram pior Q de Tobin do que as pertencentes ao segmento tradicional.

Tabela 4 – Estimativa da interferência dos níveis de governança corporativa na alavancagem financeira das empresas

Variáveis	ALAVANCAGEM				
	Coefic.	P> t	Teste t	Int. de conf. (95%)	
N1	0.043	0.784	0.27	-0.267	0.354
N2	0.426 *	0.075	1.78	-0.043	0.896
NM	0.149	0.207	1.26	-0.082	0.379
Ativo total	0.110 ***	0.000	4.63	0.063	0.156
Singularidade	1.884 ***	0.000	4.34	1.032	2.735
Tangibilidade	-0.509 ***	0.009	-2.60	-0.893	-0.126
Constante	-0.549 *	0.082	-1.74	-1.168	0.070
R ² within	0.022				
R ² between	0.164				
R ² overall	0.645				
Chow	2.57 ***				
Breusch-Pagan	323.49 ***				
Hausman	23.35				
VIF	1.51				

Notas: Coefic. = coeficiente beta ou parâmetro regressor; Significância estatística: * p<0.1, *** p<0.01; Teste t = Teste t de Student; Int. de conf. (95%) = intervalo de confiança de 95%. Variáveis: N1 = Nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA; N2 = Nível 2 de governança corporativa da BM&FBOVESPA; NM = Nível Novo Mercado de governança corporativa da BM&FBOVESPA; Ativo total = ln do ativo total no encerramento do exercício; Singularidade = despesa com vendas sobre a receita líquida no exercício; Tangibilidade = ativo imobilizado sobre ativo total ao final do exercício; Constante = constante do modelo estatístico.

A Tabela 4 evidenciou que apenas o N2 tem relação com significância estatística com a alavancagem. As empresas desse nível utilizam mais capital de terceiros do que as empresas pertencentes ao segmento tradicional.

Considerando o trabalho de Black, Carvalho e Sampaio (2014), no qual afirma-se que a maioria das IPO's (Initial Public Offerin) são realizadas no Novo Mercado, o que poderia indicar que as empresas desse nível utilizariam maior capital próprio, esperava-se uma relação negativa entre o NM e a alavancagem financeira, contudo, os resultados não apresentaram significância estatística. Para o N1 também não foi verificada relação com significância estatística em comparação com o segmento tradicional

Ademais, pelo fato de não ter sido verificada relação com significância estatística para o NM em relação às medidas de rentabilidade e o desempenho econômico-operacional desse nível ter tido relação negativa e com forte significância, esperava-se que as empresas do NM fossem menos alavancadas e que ao considerar os gastos com juros e amortizações o resultado negativo seria mitigado. Esse raciocínio vale para também para o N1.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para minimizar a subjetividade na análise da relação entre governança corporativa e desempenho, geralmente realizada com índices de governança, este trabalho analisou a relação entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho das empresas. Foi analisado todo o período de listagem dos níveis de governança corporativa, bem como consideradas todas as empresas com ações negociadas na Bolsa brasileira ao longo dos 15 anos, com exceção das pertencentes ao setor financeiro.

Como medidas de desempenho, foram considerados o ROA, ROE, EBTIDA/ AT, EBTIDA/ PL e Q de Tobin, de modo que os resultados obtidos permitem a análise do impacto que a adesão aos níveis tem diferentes aspectos da performance das companhias: rentabilidade, desempenho econômico-operacional e valor de mercado.

No que tange à relação entre os níveis de governança e as variáveis medidas da rentabilidade, ROA e ROE, verificou-se que as empresas pertencentes ao N1 tiveram um retorno sobre o ativo pior do que as empresas não pertencentes a algum dos níveis. No geral, analisando pela variável NGOV, a adesão aos níveis de governança corporativa tem relação negativa com o ROA. Na análise do ROE, os resultados não apresentaram significância estatística para adesão aos níveis N1, N2 e NM separadamente nem para a variável NGOV.

Em função dos resultados descritos acima, a hipótese H1 não foi aceita, pois, conforme os trabalhos de Klapper e Love (2004) e Catapan e Calauto (2014), esperava-se uma relação positiva e com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho medido pelo ROA. E a hipótese H2 não foi rejeitada, pois verificou-se não haver relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança e o ROE.

Em relação às variáveis de desempenho econômico-operacional, os resultados mostraram forte relação negativa com as medidas EBTIDA/ AT e EBTIDA/ PL para o N1 e para o NM. Da mesma forma, verificou-se essa relação para a variável NGOV. Assim, não foram aceitas as hipóteses H3 e H4 de que não havia relação com significância estatística entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho econômico-operacional, como tinha sido verificado no trabalho de Silveira (2006), Gollner (2006) e Catapan e Colauto (2014). A exemplo da presente pesquisa, Bhagat e Bolton (2008) verificaram uma relação negativa entre desempenho econômico-operacional e governança corporativa.

Para o desempenho medido pelo valor de mercado (Q de Tobin), os resultados evidenciaram que as empresas pertencentes ao N1 e N2 têm pior desempenho em comparação com as não pertencentes aos níveis de governança da BM&FBOVESPA. Por isso, infere-se que os investidores do mercado de ações da Bolsa brasileira, quando analisa a governança corporativa, não valorizam a listagem nesses dois segmentos. Ou seja, a adesão a níveis inferiores de governança corporativa não representa fortalecimento da imagem da companhia perante os investidores do mercado de ações brasileiro. Isso é reforçado pelo fato de os resultados para o NM não apresentarem significância estatística. Ou seja, mesmo o indicador de classificação nos níveis de governança corporativa serem de fácil visualização por parte dos investidores, os resultados para o NM, nível mais elevado de governança, não foram positivos e significativos. No geral, analisando os resultados para o NGOV, a adesão aos níveis de governança corporativa tem relação negativa com o valor de mercado. Assim sendo, a hipótese H5 não foi aceita.

Em suma, verificou-se neste trabalho que adesão aos níveis de governança corporativa não teve relação positiva com nenhuma medida de desempenho, de forma geral, ao longo dos quinze anos de segmentação da BM&FBOVESPA. Ademais, para a variável NGOV, todos os resultados foram negativos e apresentaram significância estatística, com exceção do ROE. Para o NM, nível mais alto de governança, apenas os resultados de desempenho econômico-operacional foram estatisticamente significativos, e foram negativos.

Esta pesquisa apresentou a relação entre a adesão aos diferentes níveis de governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas, considerando diferentes medidores, de modo que forneceu evidências sob diferentes prismas que podem ser utilizadas pelos participantes do mercado de ações da BM&FBOVESPA e interessados em iniciar a negociação de ações na Bolsa brasileira.

Contudo, o estudo apresenta a limitação de não ter testado a endogeneidade das variáveis, ou seja, não foi verificado como o desempenho financeiro afeta a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. Outra limitação, esta indireta, diz respeito

ao fato de a adesão aos segmentos de governança ser voluntária, ou seja, a comparação foi feita levando em considerações empresas que solicitaram o rótulo de praticante de governança à BM&FBOVESPA, de modo que empresas que efetivamente praticam governança corporativa mas ainda estão no segmento tradicional podem ter enviesado os resultados.

Assim, para trabalhos futuros, sugere-se realizar a classificação das empresas do segmento tradicional para enquadrá-las em algum dos níveis de governança corporativa, caso possuam condição para isso, e realizar novos testes econométricos para verificar se há alterações nas relações verificadas a partir da classificação da BM&FBOVESPA.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, v. 3, 2003.
- ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- ANDRADE, G. A. R. Estudo econométrico dos efeitos da migração para OIGC: índice de ações com governança corporativa diferenciada da Bovespa. **Internext**, v. 3, n. 1, p. 39-53, 2008.
- ANDRADE, A.; GALINA, S. V. R. Efeitos da internacionalização sobre o desempenho de multinacionais de economias em desenvolvimento. **Revista de Administração Contemporânea-RAC**, v. 17, n. 2, 2013.
- BADELE, C. S.; FUNDEANU, D. Policy's Beneficiaries of Corporate Governance and Diversification Strategy. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 124, p. 468-477, 2014.
- BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BM&FBOVESPA (2016). Sobre segmentos de listagem. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/ Acesso em 10/06/2016.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. **Available at SSRN 586423**, 2004.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor—uma análise de empresas brasileiras**. 2006. Dissertação de mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

DONALDSON, W. H. Testimony concerning implementation of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. **Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs**, 2003.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FERREIRA, R. N.; SANTOS, A. C.; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSECA, R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, 2013.

FLORIANI, D. E.; FLEURY, M. T. O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

GOLLNER, E. S. **Impacto das práticas de governança corporativa no desempenho das empresas: um estudo no setor de siderurgia e metalurgia sob a perspectiva da teoria de agência**. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)—Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças—FUCAPE, Vitória.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, MIT Press, vol. 118(1), p. 107-155. 2003.

GOTARDELO, D. R. Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: **Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. 2006. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado em Administração, Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, MG, Brasil.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press. 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, P.; SHAPIRO, D.; YOUNG, Jeffrey. Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 6, p. 769-784, 2005.

KLING, G.; WEITZEL, U. The internationalization of Chinese companies: firm characteristics, industry effects and corporate governance. **Research in International Business and Finance**, v. 25, n. 3, p. 357-372, 2011.

LAMEIRA, V. de J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. van A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, A.; VISHNYL, R. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

MAESTRI, C. O. N. M., TERUEL, R. L. H., RIBEIRO, K. C. S. (2015). Governança corporativa e o impacto no custo de capital próprio das empresas brasileiras de capital aberto. In: **SEMEAD, XVIII, Anais...** São Paulo: 2015.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista contabilidade e finanças**, v. 17, p. 65-79, 2006.

MENDES-DA-SILVA, W.; ROSSONI, L; MARTIN, D. G.; MARTELANC, R. A Influência Das Redes De Relações Corporativas No Desempenho Das Empresas Do Novo Mercado Da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008.

NGUYEN, T.; LOCKE, S.; REDDY, K. Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter?. **International Review of Financial Analysis**, v. 41, p. 148-161, 2015.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SALMASI, S. V., MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, 3(1), p 101-117, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. Di M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. **Saint Paul Institute of Finance**, 2006.

SILVEIRA, A. Di M; PEROBELLI, F. F. C.; DE CAMPOS BARROS, L. A. B. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil/Corporate Governance and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Brazilian Markets. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763, 2008.

SOARES, C. R. P. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

VASCONCELOS, Y. L. EBTIDA como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano, v. 31, p. 38-47, 2002.

TAVARES, V.B.; PENEDO, A. S. T.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 46-67, 2011.

WERNKE, R. **Gestão financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais**. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

ZAGO, C.; MELLO, G. R.. Governança Corporativa Eletrônica e Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas Listadas no Índice Bovespa. **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 12, n. 23, p. 419-453, 2016.