



ISSN 2317-3122



GRUPO VERDE DE AGROECOLOGIA E AGRICULTURA

A Relação entre os Níveis de Governança Corporativa e a Rentabilidade das Empresas Listadas na B3

The Relationship Between Corporate Governance Levels and the Profitability of Listed Companies at B3

Raul Ventura Júnior¹, Emerson Eder Rolim Abrantes², Ana Flávia Albuquerque Ventura³, Hiponio Fortes Guilherme⁴

RESUMO

A governança corporativa é um conjunto de práticas utilizadas para minimizar os conflitos de agência visando à maximização do empreendimento e o retorno esperado para os investidores. Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3 no período de 2016. Para atingir tal objetivo, foram coletados os índices de rentabilidade ROA e ROE de cada empresa da amostra, como também os seus respectivos níveis de governança. Para verificar a existência de diferenças entre as médias dos índices de rentabilidade por nível de governança corporativa foi utilizado a Análise de Variância (ANOVA) de um fator. Os resultados apontam indícios de que os níveis diferenciados de governança corporativa podem influenciar positivamente o índice ROE e negativamente o índice ROA. Por fim, pode-se concluir que mecanismos de governança mais rígidos podem contribuir positivamente para resguardar os interesses de retorno dos investidores/acionistas, já que o ROE está ligado à rentabilidade do patrimônio líquido das empresas. Porém, a relação negativa desses mesmos mecanismos com a rentabilidade do ativo pode estar atrelada à maiores ativos para empresas que estão classificadas com melhores níveis de governança corporativa. Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se períodos maiores, modelos quantitativos mais robustos e a utilização de outras variáveis de desempenho econômico-financeiras.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Níveis de Governança Corporativa, Rentabilidade.

ABSTRACT

Corporate governance is a set of practices used to minimize agency conflicts in order to maximize the enterprise and the expected return to investors. The objective of this research is to analyze the relationship between the levels of corporate governance and the profitability of companies listed on the B3 in the period of 2016. To achieve this objective, the ROA and ROE ratios of each sample company were collected, as well as their respective levels of governance. To verify the existence of differences between the averages of the profitability indices by level of corporate governance, the Analysis of Variance (ANOVA) of one factor was used. The results indicate that the differentiated levels of corporate governance can positively influence the ROE index and negatively the ROA index. Finally, it can be concluded that stricter governance mechanisms can contribute positively to protecting investors' / investors' return interests, since ROE is linked to the profitability of companies' equity. However, the negative relation of these same mechanisms to the profitability of the asset may be tied to the greater assets for companies that are classified with better levels of corporate governance. As a suggestion for future research, larger periods, more robust quantitative models, and the use of other economic-financial performance variables are suggested.

Key words: Corporate Governance, Corporate Governance Levels, Profitability.

*Autor para correspondência

¹Professor Mestre do Curso de Ciências Contábeis -CCJS/UFMG-E-mail:raul.ventura@ufcg.edu.br;

²Graduado em Ciências Contábeis pela UFG-E-mail:emersonederabrantes@gmail.com;

³Professora do Curso de Ciências Contábeis, CCJS-UFMG- E-mail:ana.flavia@ufcg.edu;

⁴Mestrando em Sistemas Agroindustriais-CCTA/UFMG, Professor de Ciências Contábeis da UACC/CCJS/UFMG-E-mail:hiponito@hotmail.com.

INTRODUÇÃO

O mercado está cada vez mais exigente e competitivo, logo as organizações buscam constantemente fontes alternativas de capital, ao menor custo possível, para maximizar sua eficiência e competitividade. Contudo, para atrair recursos, as companhias devem fornecer aos investidores segurança e o retorno esperado sobre o capital investido. Dessa maneira, com o propósito de proteger os interesses dos investidores dos potenciais riscos de expropriação de riqueza a governança corporativa é representada por um conjunto de práticas, que visam proteger os interesses dos investidores, lhes assegurando maior transparência e controle sobre a empresa.

Em virtude da necessidade de se adotar práticas de governança corporativa para realizar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a B3 criou os segmentos especiais de listagem, sendo Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, estando estes descritos na ordem decrescente de exigência de melhores práticas, sendo a sua adesão realizada de forma voluntária.

A governança corporativa tem como finalidade minimizar os conflitos de agência, podendo esses conflitos serem ocasionados quando os agentes (gestores/executivos) tomam decisões visando maximizar seus interesses pessoais em detrimento aos interesses dos principais (Silva, 2010), através da assimetria informacional. Desta forma, empresas com boa governança corporativa sinalizam ao mercado boas práticas que podem diminuir o problema de assimetria informacional e, por consequência, o risco dos investidores. Uma maior atratividade para os investidores, pode ocasionar um menor custo de capital para as empresas listadas nos diferenciados níveis, pois terão alternativas de captação de recursos mais baratos.

Assim, partindo do pressuposto que a governança corporativa é um conjunto de práticas voltadas para a geração de valor, a criação de riquezas e a maximização do retorno sobre os investimentos, este trabalho pretende responder a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3 no período de 2016?

Desta forma, o objetivo deste trabalho é analisar a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3 no período 2016, comparando os índices de rentabilidade ROA e ROE médios de cada nível de governança corporativa.

Há várias pesquisas com relação a essa temática, contudo são utilizados índices e métodos diferentes e os resultados obtidos, também são diferentes, como é o caso dos estudos realizados por Ventura *et al.*, (2012), que discorreram sobre a relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica e Silva e Leal, (2007), que debatem acerca de um índice de governança corporativa, do valor e do desempenho da firma no Brasil. O primeiro conclui que independentemente do segmento de listagem que a empresa pertença eles não influenciaram no retorno da empresa; quanto ao segundo: os resultados encontrados apontam que menos de 4% das empresas brasileiras apresentam boas práticas de governança corporativa e que as empresas que apresentam

boas práticas têm um desempenho (ROA) consideravelmente superior.

Os resultados obtidos nas pesquisas anteriormente citadas são contraditórios e nelas há recomendações por maiores investigações para aprofundar-se no assunto. Dessa forma, este trabalho se difere por abordar a temática com uma nova perspectiva, utilizando métodos diferentes e aprofundando-se no assunto, conforme recomendações das pesquisas citadas, tentando-se chegar a um resultado comum.

O presente trabalho é relevante e atual, tendo em vista os escândalos recentes no cenário econômico e financeiro do Brasil, sendo as boas práticas de governança corporativa primordiais para solucionar e inibir tais escândalos, sendo um deles, inclusive, a obtenção de informações privilegiadas. A relevância do trabalho, também é demonstrada pela importância que a governança corporativa exerce nos mercados de capitais e, principalmente, nas organizações, principalmente pelos constantes dilemas morais e éticos que os players do mercado financeiro estão constantemente fadados a estarem expostos, como também, trazer a continuidade de trabalhos anteriores, que demonstram resultados mistos sobre a relação desempenho das firmas e governança corporativa.

REFERENCIAL TEÓRICO

Com o desenvolvimento dos mercados de capitais, surgiram as grandes corporações, culminando na separação entre a propriedade e o controle. Neste modelo organizacional, os detentores do capital (principais), delegam responsabilidades aos gestores (agentes), com a finalidade de maximização das riquezas dos primeiros. Com isso, na relação de agente principal, o bem-estar de um dos indivíduos depende da ação do outro.

Dentro dessa lógica, a assimetria informacional, evidenciada pelo trabalho seminal de Akerlof (1979), pode comprometer essa relação entre o agente e o principal, ocasionando o problema de agência, relacionando-se com conflitos de interesses e atitudes oportunistas (JENSEN E MECKLING, 1976).

O movimento de governança corporativa surgiu inicialmente nos Estados Unidos como método para superar os conflitos de agência, através de práticas e princípios e como meio de monitorar e controlar as decisões tomadas pelo agente, para que este aja em conformidade com os interesses do principal.

Segundo o IBGC, o primeiro código de boas práticas de governança corporativa foi o Relatório *Cadbury*, publicado em 1992 na Inglaterra. No mesmo ano, a *General Motors* (GM) publicou seu código de Governança corporativa, sendo considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa.

São vários os modelos de governança corporativa praticados no mundo, pois os mesmos se moldam conforme as características políticas, sociais e culturais de cada país, contudo os principais modelos de governança são o anglo-saxão e nipo-germânico.

Embora não haja uma convergência para um modelo padrão de governança, os modelos se baseiam nos princípios básicos de transparência, equidade, prestação de

contas e responsabilidade corporativa e são adaptados pelos países conforme sua estrutura política, social e cultural.

No Brasil o movimento de governança corporativa, que, embora seja recente, se desenvolvido bastante nos últimos anos. Diversos fatores contribuíram para esse desenvolvimento, os quais destacamos: o desenvolvimento da economia, as privatizações, a abertura dos mercados de capitais, o código das boas práticas de governança corporativa publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBCG, a nova Lei das S.A., o ativismo dos fundos de pensão, a cartilha de governança corporativa publicada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e os segmentos especiais de listagens criados pela B3.

A governança corporativa no Brasil, através dos seus mecanismos para o monitoramento e controle de ações oportunistas, tem como objetivo mitigar e/ou dissuadir a assimetria informacional e por sua vez o problema de agência. Para trazer maior confiabilidade ao mercado financeiro brasileiro, a B3 criou os segmentos especiais de listagem, sendo os mais importantes o Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM). Dentre os três, o Novo Mercado é o que contém maior exigência para o atendimento às melhores práticas de governança corporativa e o Nível 1 é o que tem menor exigência.

Para que a organização mantenha sua atividade operacional e, conseqüentemente, sua permanência no mercado é indispensável que detenha um bom desempenho econômico e financeiro. Este desempenho pode ser medido por índices de rentabilidade, que, dentre os principais, estão o retorno sobre o ativo total (ROA) e o retorno sobre o capital próprio (ROE) (GITMAN, 2010).

O retorno sobre o capital próprio (ROE) mede o desempenho da empresa em relação ao capital investido pelos acionistas ordinários. Quanto maior o retorno sobre o capital próprio melhor para os acionistas. O retorno sobre o capital próprio (ROE) é encontrado pelo quociente entre o lucro disponível para os acionistas ordinários e o patrimônio líquido dos acionistas ordinários.

Já O retorno sobre o ativo total (ROA), também chamado de retorno sobre o investimento é um índice de desempenho operacional que expressa à capacidade dos ativos de gerar lucro. Quando maior o Retorno sobre o ativo total (ROA) melhor para a empresa. O (ROA) pode ser encontrado pelo quociente entre o lucro disponível para os acionistas ordinários e o ativo total.

Silva e Leal, (2007), abordaram em sua pesquisa a governança corporativa com o objetivo de criar um amplo índice de governança que demonstrasse detalhadamente as práticas de governança corporativa das firmas brasileiras, para analisar a relação entre a qualidade da governança corporativa com seu valor de mercado e desempenho. Para tanto, constituíram uma mostra das empresas listadas na B3 no período de 1998 a 2002. Os resultados encontrados apontam que menos de 4% das empresas brasileiras apresentam boas práticas de governança corporativa e que as empresas que apresentam boas práticas têm um desempenho (ROA) consideravelmente superior. Contudo, eles afirmam que os resultados podem estar enviesados a favor das grandes firmas.

Com isso, tendo a finalidade de observar se a classificação da empresa nos diferenciados níveis de governança corporativa influencia na rentabilidade das mesmas, formam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: Um maior nível de governança corporativa tem uma relação positiva com o retorno sobre o ativo total (ROA).

H2: Um maior nível de governança corporativa tem uma relação positiva com o retorno sobre o capital próprio (ROE).

MATERIAL E MÉTODOS

A amostra da pesquisa é formada por todas as empresas classificadas pela B3 em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, no ano de 2016, totalizando 146 observações. Os dados foram coletados através da base de dados Comdinheiro, organizadas em uma planilha eletrônica e analisadas através de um software estatístico. Por terem variáveis contábeis com valores muito diferentes, em relação à outras atividades econômicas, as empresas do setor financeiro foram excluídas da amostra.

Para verificar a relação entre a governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3, este estudo analisou a comparação de médias, utilizando-se da Análise de Variância (ANOVA) de um fator, já que as duas variáveis de rentabilidade (ROA e ROE) são analisadas em três níveis (N1, N2 e NM). Optou-se por utilizar apenas os índices ROA e ROE, pois a ROA pode ser vinculada à maximização do empreendimento, medindo a eficácia geral dos gestores na geração de lucros a partir do ativo (GITMAN, 2010) e a o ROE se vincula ao maior retorno possível para os investidores, medindo o retorno obtido sobre o investimento dos acionistas (GITMAN, 2010).

Houve a padronização das variáveis ROA e ROE, com a finalidade de se identificar os *outliers* (valores discrepantes). Para isso, foram excluídas as observações cujo o correspondente padronizado foi superior à 1,5 em módulo (FÁVERO, 2009).

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para realizar a análise inicial dos índices de rentabilidade das empresas da amostra, abaixo, encontra-se a Tabela 1, demonstrando a estatística descritiva dos dados da amostra.

Através da análise da média e mediana, descritas na Tabela 1, percebe-se que essas duas variáveis não demonstram grandes discrepâncias, indicando que os dados da amostra podem ser classificados como normais, isto é, sem a presença de *outliers* que possam trazer um viés estatístico na análise. Para se chegar nesse nível de normalidade, foram excluídas 11 observações. Para isso, houve a padronização (Fávero, 2009) das variáveis ROA e ROE, com a finalidade de identificar os *outliers* (valores discrepantes). Foram excluídas as observações cujo o correspondente padronizado foi superior à 1,5, em módulo.

Havendo a normalidade dos dados, o teste paramétrico para análise das médias das variáveis ROA e ROE, foi a ANOVA de um fator (*one-way*). Para esta pesquisa, é adotada um grau de liberdade de 5%.

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo
ROA	1,2694	1,6696	-85,681	32,849
ROE	6,5249	7,3095	-72,043	86,295

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro. Notas: em que, ROA é o retorno sobre o ativo total, e ROE é o retorno sobre o capital próprio.

Para melhor entendimento, a Tabela 2 demonstra se há ou não diferenças entre as médias da ROA nos diferenciados níveis de governança (N1, N2 e NM).

Conforme descrito na Tabela 2, as médias relacionadas ao índice ROA tiveram um p-valor de 76,88%,

superando consideravelmente o grau de liberdade referenciado anteriormente (5%). Desta forma, rejeita-se a hipótese de que as médias são iguais, indicando que a classificação das empresas nos diferenciados níveis pode trazer influências na rentabilidade do ativo.

Tabela 2 – Análise de Variância (ANOVA) entre as médias do índice ROA nos níveis diferenciados de governança Corporativa. 2016.

	Soma dos quadrados	gl	Quadrado da média
Tratamento	73,3542	2	36,6771
Resíduo	20329,3	146	139,242
Total	20402,7	148	137,856

$F(2, 146) = 36,6771 / 139,242 = 0,263406$ [p-valor 0,7688]

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro.

Na continuidade da análise, a Tabela 3, abaixo, evidencia se há, ou não, diferenças entre as médias da ROA nos diferenciados níveis de governança (N1, N2 e NM). Na Tabela 3 evidencia-se as médias relacionadas ao índice ROE, onde se teve um p-valor de 92%, também superando

o grau de liberdade estipulado (5%). Com isso, rejeita-se a hipótese de que as médias são iguais, também trazendo indícios de que os níveis diferenciados de governança corporativa podem influenciar na rentabilidade do patrimônio líquido.

Tabela 3 – Análise de Variância (ANOVA) entre as médias do índice ROE nos níveis diferenciados de governança Corporativa. 2016.

	Soma dos quadrados	gl	Quadrado da média
Tratamento	95,4175	2	47,7088
Resíduo	83516	146	572,027
Total	83611,4	148	564,942

$F(2, 146) = 47,7088 / 572,027 = 0,083403$ [p-valor 0,9200]

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro.

Para evidenciar como os níveis diferenciados de governança influenciam nos índices de rentabilidade a tabela 4 identifica as médias de ROA, segmentadas pelos níveis.

Conforme a tabela 4, a seguir, percebe-se que a quantidade de empresas classificadas no novo mercado (108) é quase o triplo da soma das quantidades de empresas que são classificadas no nível 1 (25) e no nível 2 (16).

Conforme as médias, as empresas NM tiveram uma menor média de rentabilidade do ativo (0,8386), ao contrário das empresas que são classificadas como Nível 1, que tiveram uma média de 2,4948. Com isso pode-se dizer que quanto menores forem as exigências impostas

aos mecanismos de governança corporativa, maiores serão as rentabilidades das empresas da amostra, no aspecto ativo, rejeitando-se a hipótese H1, já que os resultados trazem indícios de que um maior nível de governança corporativa tem uma relação negativa com o retorno sobre o ativo total (ROA), não corroborando com o trabalho de Silva e Leal (2007).

Esse resultado pode ser justificado já que empresas de maiores portes de investimentos no ativo podem estar classificadas no Novo Mercado, trazendo um comprometimento ao índice quando comparado com a empresas menores, que possivelmente estão em níveis inferiores de governança.

Tabela 4 – Médias do índice ROA segmentadas de acordo com os diferenciados níveis de governança corporativa

Nível	n	Média	Desvio-padrão
N1	25	2,4948	10,898
N2	16	2,2623	8,3889
NM	108	0,8386	12,389

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro. Notas: em que, N1 é Nível 1, N2 é Nível 2 e NM é Novo Mercado.

A Tabela 5 realiza a mesma exposição de médias segmentadas, sendo que as relacionando ao índice ROE.

Ao contrário das médias segmentadas do índice ROA, a rentabilidade do patrimônio líquido um índice de 6,94 para as empresas classificadas no novo mercado, 6,4715

para as empresas classificadas no Nível 2 e 4,7713 para a classificada no Nível 1. Com isso, pode-se inferir que um maior nível de governança corporativa tem uma relação

positiva com o retorno sobre o capital próprio, não rejeitando a hipótese H2.

Tabela 5 - Médias do índice ROE segmentadas de acordo com os diferenciados níveis de governança corporativa

Nível	n	Média	Desvio-padrão
N1	25	4,7713	27,871
N2	16	6,4715	26,333
NM	108	6,9387	22,563

Fonte: Dados retirados da base de dados Comdinheiro. Notas: em que, N1 é Nível 1, N2 é Nível 2 e NM é Novo Mercado.

Esse resultado está alinhado com o que a literatura diz, já que a governança corporativa, na tentativa de mitigar ou dissuadir o problema de agência, pode sinalizar ao mercado menor risco, gerando maior atratividade de investimento aos detentores de capital, refletindo em diminuição do custo de capital, melhorando a rentabilidade do patrimônio líquido.

CONCLUSÕES

As práticas de governança corporativa representam uma tentativa de evitar ou diminuir o problema de agência entre o principal e o agente, com a diminuição da assimetria informacional, o aumento da transparência e, por consequência na diminuição da expropriação de riqueza dos investidores. Desta forma, o objetivo deste trabalho foi analisar a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na B3, no ano de 2016, comparando os índices de rentabilidade ROA e ROE médios de cada nível de governança corporativa.

De acordo com os resultados obtidos no comparativo das médias dos índices de rentabilidade, apenas a hipótese H2 não foi rejeitada, já que o índice de rentabilidade relacionado ao capital próprio teve uma média maior no novo mercado, refletindo em uma situação inversa para a rentabilidade do ativo.

Os resultados do presente trabalho contribuíram para a continuidade do estudo da relação entre a governança corporativa e o desempenho das empresas, com o objetivo de trazer informações que contribuam aos *stakeholders*, como também para instituições reguladoras, já que as práticas de governança corporativa exercem um papel fundamental e necessário na organização enquanto sistema de gestão e controle, proporcionando segurança, transparência e um tratamento igualitário entre todos os indivíduos interessados na empresa.

A problemática acerca da existência da relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas nesses segmentos pode ser analisada por

outros métodos, de preferência mais robustos, a fim de se aprofundar na temática, tendo em vista a sua abrangência, como também se sugere períodos maiores, para a captação de maiores observações e a utilização de outros índices de rentabilidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKERLOF, G. V. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. V. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, 1970.
- FÁVERO, L. P. *et. al. Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. Tradução: Allan Vidigal Hastings; Revisão técnica: Jean Jacques Salim. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- 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.
- SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- VENTURA, Ana Flávia da Albuquerque *et al.* A relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. *Revista REUNA*, Minas Gerais – MG, 2012, v. 17, n. 3, p. 73-74, jul. – Set. 2012.