

UNIVERSIDADE TECNOLÓGICA FEDERAL DO PARANÁ  
DEPARTAMENTO ACADÊMICO DE GESTÃO E ECONOMIA  
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM MBA DE FINANÇAS

SILVANA TONETI

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO**

MONOGRAFIA DE ESPECIALIZAÇÃO

CURITIBA - PR

2016

SILVANA TONETI

## **GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO**

Monografia de Especialização apresentada ao Departamento Acadêmico de Gestão e Economia da Universidade Tecnológica Federal do Paraná como requisito parcial para obtenção do título de “Especialista em MBA de Finanças”.

Orientador: Prof. Ricardo Lobato Torres

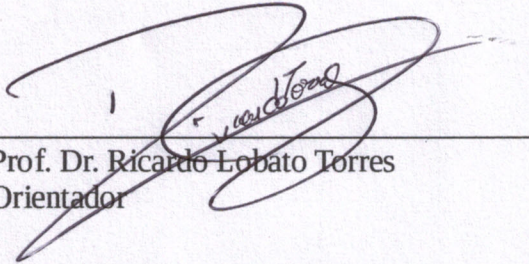
CURITIBA - PR

2016

## TERMO DE APROVAÇÃO

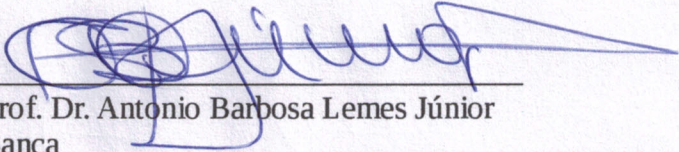
### GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO FINANCEIRO

Esta monografia foi apresentada no dia 27 de outubro de 2016, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em MBA em Finanças – Departamento Acadêmico de Gestão e Economia – Universidade Tecnológica Federal do Paraná. A candidata **SILVANA TONETI** apresentou o trabalho para a Banca Examinadora composta pelos professores abaixo assinados. Após a deliberação, a Banca Examinadora considerou o trabalho **APROVADO**.



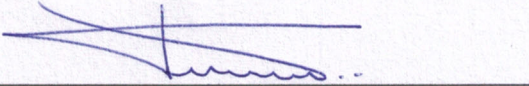
---

Prof. Dr. Ricardo Lobato Torres  
Orientador



---

Prof. Dr. Antonio Barbosa Lemes Júnior  
Banca



---

Prof. Dr. Thiago Cavalcante Nascimento  
Banca

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, agradeço Deus, por tudo o que vem me proporcionando e por mais esta etapa vencida em minha vida.

A todos os Professores que contribuíram para o meu crescimento e aprendizado, mas agradeço especialmente ao Prof. Dr. Ricardo Lobato Torres, meu orientador, pelas valiosas contribuições ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

A minha família, por me apoiar e compreender os momentos em que estive ausente de seu convívio para me dedicar aos estudos.

## RESUMO

TONETI, Silvana. Governança Corporativa x Desempenho. 2016. 33f. Monografia (Especialização em Gestão Financeira) – Programa de Pós-Graduação em Administração Financeira, Universidade Tecnológica Federal do Paraná. Curitiba, 2016

Este trabalho aborda o tema Governança Corporativa, o qual vem sendo amplamente discutido e ganhando cada vez mais notoriedade devido a suas boas práticas fundamentadas nos princípios de Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa. Seguindo esta nova tendência e também para contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Bm&F Bovespa criou os Segmentos Especiais de Listagem com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sendo eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, os quais se diferenciam entre si pelo nível de exigências das boas práticas de Governança Corporativa. Diante da pressuposição de que aderir as boas práticas de Governança Corporativa implicam num maior nível de transparência e controle e, conseqüentemente, em um desempenho empresarial melhorado, neste trabalho buscou-se averiguar estatisticamente se empresas que aderiram a alguns dos níveis de governança corporativa criados pela Bovespa e que migraram entre tais níveis, apresentaram impactos significativos no seu desempenho após a migração. As variáveis de desempenho analisadas foram a Margem Bruta e Lucro Líquido. Bem como, analisou-se em conjunto, os impactos causados pelas variáveis econômicas PIB, SELC e IPCA. Os testes utilizados para tais averiguações foram a Análise de Regressão Linear Múltipla e o Teste t de Student para diferenças de médias. Ambos os testes apresentaram resultados estatísticos com significância, indicando que a mudança de nível de governança produz impactos significativamente positivos nas variáveis de desempenho testadas e que o desempenho das mesmas também é influenciado pelas variáveis econômicas selecionadas.

**Palavras-chave:** (Governança Corporativa, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, Variáveis Econômicas e Desempenho)

## LISTA DE TABELAS

TABELA 01 -	DESCRIÇÃO DA AMOSTRA SELECIONADA.....	20
TABELA 02 -	MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS SELECIONADAS.....	25
TABELA 03 -	ANÁLISE DE REGRESSÃO COM HETEROSCEDASTICIDADE CORRIGIDA.....	26
TABELA 04 -	RESULTADO TESTE-T.....	28
TABELA 05 -	DESEMPENHO INDIVIDUAL CONSIDERANDO LUCRO LÍQUIDO MÉDIO - ANTES E DEPOIS DA MUDANÇA DE NÍVEL E ANO DE MIGRAÇÃO.....	29

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	6
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	7
1.2 OBJETIVO GERAL .....	7
1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	8
1.4 HIPÓTESES.....	8
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	8
<b>2.REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	10
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	10
2.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	12
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	14
2.4 MODELOS E ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	15
<b>3.NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA</b> .....	17
<b>4 METODOLOGIA</b> .....	20
<b>5 ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	24
5.1 RESULTADOS DA ANÁLISE DE REGRESSÃO.....	24
5.2 RESULTADO DO TESTE T .....	27
<b>6.CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	29
<b>7.REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	31

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos tempos a governança corporativa vem se tornando cada vez mais importante no universo das empresas, pois ao adotar o conjunto de boas práticas de Governança tais empresas têm sua imagem melhorada perante o mercado em geral.

Seguindo esta tendência, bem como para contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Bm&F Bovespa criou os segmentos especiais de listagem ou também chamados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

Todos esses segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado, o risco é reduzido. (BMFBovespa, 2016).

Assim, o que diferencia estes segmentos de listagem entre si, é o nível de exigências de boas práticas de Governança Corporativa e as empresas listadas na Bm&F aderem ao nível que mais se enquadra ao seu perfil.

A partir da criação destes segmentos especiais muito se tem discutido e vários estudos foram realizados, principalmente no meio acadêmico a respeito da influência dos níveis diferenciados de Governança Corporativa sobre os indicadores de desempenho das empresas, uma vez que se espera que quanto maior o nível de governança, melhor será o desempenho da empresa no mercado.

Neste contexto, com o intuito de corroborar com estas discussões, este trabalho pretende verificar estatisticamente se empresas listadas na Bm&F que migraram entre os níveis diferenciados de governança corporativa, apresentaram mudanças significativas no seu desempenho. Para isto, pretende-se fazer averiguações nas variáveis selecionadas, antes e depois da mudança de nível e aplicar testes estatísticos, bem como investigar se no período analisado houve grandes influências macroeconômicas no desempenho das empresas pesquisadas que pudessem influenciar nos resultados estatísticos.

Assim espera-se que este trabalho contribua para o aprofundamento e compreensão dos efeitos das mudanças de nível de Governança Corporativa no desempenho das empresas que passaram por estes processos e, que forneça informações relevantes a quem deseja participar do mercado de capitais ou obter mais conhecimento do mesmo.



## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Segundo, Silveira (2005, p. 28) “o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações”.

Assim, partindo do pressuposto que as empresas que aderiram aos segmentos especiais de listagem da Bm&F Bovespa são geridas com maior controle e transparência, o que pode influenciar no desempenho empresarial das mesmas, bem como, motivar o investidor preferir investir nessas empresas.

Consequentemente pressupõe-se que quanto maior o nível de governança melhor seria o desempenho empresarial, o que influenciaria positivamente no lucro das empresas com nível de governança mais elevado, diante disso fica o questionamento: empresas que migraram entre os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa tiveram impactos estatisticamente significativo no seu lucro?

Porém, analisar tais mudanças sem considerar a situação macroeconômica do período em que ocorreram as transições certamente levará a uma conclusão superficial de tais fatos, pois fatores econômicos são indicadores importantes que condicionam o desempenho das empresas.

Neste contexto, Wright (2000) corrobora dizendo que as forças econômicas causam um impacto relevante sobre os negócios e, destaca principalmente o PIB, taxa de juros e taxa de inflação. Assim, para se chegar a uma conclusão mais aprofundada se faz necessário analisar em conjunto com a mudança de nível de governança corporativa, a conjuntura macroeconômica do período, através da mensuração estatística do impacto que as variáveis macroeconômicas: PIB, IPCA e Taxa SELIC, podem ter causado na variável desempenho das empresas pesquisadas.

## 1.2 OBJETIVO GERAL

Verificar se as empresas que aderiram a algum nível de governança corporativa criados pela Bovespa em dezembro de 2000 e que migraram entre tais níveis até o ano de 2015, apresentaram impactos significativos no seu lucro.

### 1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Revisar razões teóricas entre governança e desempenho.
- Realizar análise estatística do desempenho de empresas que migraram de nível de governança.
- Identificar fatores macroeconômicos que podem influenciar resultados.
- Confrontar as médias dos lucros obtidos antes e depois da mudança de nível.
- Analisar os resultados estatísticos.
- Apresentar conclusões do estudo.

### 1.4 HIPÓTESES

H0: a média do lucro líquido das empresas que passaram por mudanças de nível de governança não sofreu mudanças significativas após a adesão ao novo nível.

H1: a média do lucro líquido das empresas que passaram por mudanças de nível de governança sofreu mudanças positivas significativas após a adesão ao novo nível.

H2: a média do lucro líquido das empresas que passaram por mudanças de nível de governança sofreu mudanças negativas significativas após a adesão ao novo nível.

### 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho foi estruturado em seis seções. Nesta primeira seção o tema Governança Corporativa é apresentado, juntamente, com os segmentos especiais de listagem criados pela Bovespa. Em seguida apresenta-se a problemática da pesquisa decorrentes das muitas discussões a respeito da influência da Governança Corporativa no desempenho das empresas, bem como os objetivos a serem alcançados e as hipóteses a serem testadas.

Na segunda seção é apresentada uma abordagem teórica da Governança Corporativa, onde inicialmente são apresentados alguns conceitos e princípios básicos e, depois discute-se as possíveis origens da Governança, o seu desenvolvimento no Brasil, bem como os principais modelos e mecanismos utilizados pela Governança Corporativa. Em seguida, na

terceira seção, são abordados segmentos especiais de listagem criados pela Bovespa com níveis diferenciados de governança corporativa, também é discutida a provável origem, objetivos e principais características de cada Nível de Governança.

Na quarta seção é apresentada a metodologia utilizada para o desenvolvimento da pesquisa, na qual se encontra a caracterização da pesquisa, a definição da amostra, abordagem e tratamento dos dados. Na seqüência, quinta seção, são apresentados e discutidos os resultados. Primeiramente, faz-se a apresentação e análise dos resultados obtidos em uma Regressão Linear Múltipla, em seguida é apresentado o resultado do Teste t.

A sexta seção apresenta as considerações finais deste estudo. Além destas seis partes, complementa este trabalho as referências bibliográficas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção será feita uma breve abordagem bibliográfica relacionada à Governança Corporativa, onde serão apresentados alguns conceitos e princípios básicos, as possíveis origens, os principais modelos e mecanismos utilizados pela governança.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O ambiente empresarial passa por constantes mudanças e as empresas necessitam desenvolver novos métodos para se adaptarem aos novos rumos, bem como para se manterem competitivas no mercado. Neste contexto, um conceito que vem ganhando notoriedade nas grandes corporações é o de Governança Corporativa. De acordo com Slomski et al (2008, p.1), a Governança Corporativa é conceituada como “um sistema de decisões e práticas de gestão voltadas para a determinação e o controle do desempenho e direção estratégicas das corporações. Seu objetivo principal é a maximização do valor da empresa e o retorno justo em prol de seus investidores e demais partes relacionadas”. Já o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2016) define como um “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Portanto, os conceitos apresentados mencionam pontos fundamentais da governança corporativa como tomada de decisão, direção, fiscalização, controle, a fim de criar valor para a empresa e proporcionar um retorno justo para todas as partes envolvidas.

Por fim, com o crescente interesse e debate referente a este tema surgiram uma infinidade de conceitos, neste contexto, Andrade e Rossetti (2009) observam que há inúmeras diversidades relacionadas ao tema, no entanto, dizem que com o que se encontra na literatura técnica desta área os conceitos de governança podem ser sintetizados em quatro grupos:

1. Guardião de direitos – seguindo esta concepção Monks e Minow (2004 apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p.138), dizem que a governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam garantir os direitos de todas as partes envolvidas, assegurando o acesso à informação, as quais possibilitarão uma adequada tomada de decisão;

2. Sistemas de relações – nesta linha de pensamento Shleifer e Vishny (1997 apud

ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p.139), apresentam a governança corporativa, como um conjunto de relações entre a direção da empresa, o conselho de administração, os acionistas e outras partes interessadas, o qual visa assegurar o retorno dos investimentos feitos por cada parte envolvida;

3. Estrutura de poder – a estrutura de poder na qual está inserida a governança envolve questões referentes aos processos de tomada de decisões estratégicas, exercício de liderança e controle de interesses;

4. Sistema normativo – por este ponto de vista Mathiesen (2002 apud ANDRADE; ROSSETTI, 2009, p. 140), considera a governança como um campo de investigação que visa monitorar as organizações, por meio de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem para uma boa gestão.

Desta forma, percebe-se que este é um tema abrangente ainda em desenvolvimento, que vem crescendo em importância e que tem muito a contribuir com o mundo corporativo através de suas boas práticas que estão fundamentadas em quatro princípios básicos:

**Transparência** - Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos [...].

**Equidade** - Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

**Prestação de Contas (accountability)** - Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

**Responsabilidade Corporativa** - Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos. (IBCG 2016, grifo do autor).

Assim, as práticas da boa Governança fundamentadas nos referidos princípios vêm se consolidando como instrumento para um melhor desempenho empresarial e conseqüentemente, maior valorização das empresas no mercado, bem como para maior acesso a fontes externas de capital.

Nesta conjuntura, diante da grande diversidade em relação ao tema, as diversas dimensões da governança corporativa são sintetizadas em 8 Ps por Andrade e Rossetti (2009), sendo eles:

1. Propriedade - é ela que diferencia as razões de ser e as diretrizes da governança corporativa nas companhias, bem como o regime legal de sua constituição; 2. Princípios - são

conjuntos de diferentes atributos que formam a base ética da governança. Como tal, apresentam como característica essencial a universalidade; 3. Propósitos - o propósito fundamental da Governança Corporativa é o de contribuir para o máximo retorno total de longo prazo dos *shareholders*; 4. Poder – as formas como se articulam as negociações e se estabelecem as relações entre os órgãos de governança definem a estrutura de poder no interior das corporações; 5. Processos - os processos da governança corporativa começam pela constituição do *empowerment* (descentralização) dos conselhos de administração, da direção executiva e do sistema de auditoria, considerados como órgãos-chave da governança; 6. Práticas - as práticas de governança estabelecem-se no interior dos processos, assim processos e práticas andam juntos e são as bases das recomendações dos códigos de boa governança; 7. Perenidade – à medida que a governança contribui positivamente na gestão eficaz de riscos empresariais, na criação de valor para os *shareholders*, e na conciliação de seus interesses com os de outros *stakeholders*, um de seus mais visíveis resultados é a permanência saudável da empresa nas cadeias de negócio de que participa e; 8. Pessoas - a sistematização de um bom sistema de governança tem em suas bases, a construção de boas e de bem definidas relações entre as pessoas que militam no interior dos ambientes que o compõem.

Assim, os já mencionados 8Ps são pontos fundamentais no processo de implantação de governança corporativa em uma organização.

## 2.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2016), os primeiros debates sobre Governança remetem a conflitos referentes à dispersão da propriedade decorrentes de transformações que ocorreram com as empresas ao longo do século 20, que promoveram um acelerado ritmo de crescimento das companhias e, conseqüentemente, a separação entre a propriedade e a gestão empresarial, dando origem ao “Conflito de Agência”. Conforme Gitman, (2010, p.17) o problema de agência “consiste na possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa”,

De acordo com Andrade e Rossetti (2009) há duas categorias de conflitos de agência uma entre o conflito de administradores (agentes executivos) e acionistas (agentes principais), neste caso, o problema de agência ocorre do oportunismo de decisões dos administradores que não visam à maximização de valor para empresa e sim, que atentam seus próprios interesses,

tais como, decisões que protejam seus empregos, pagamento de remunerações e bônus a alta gerência, entre outros autobenefícios. Já a outra categoria do conflito de agência ocorre entre proprietários majoritários e proprietários minoritários, neste caso, podem levar à justaposição propriedade-gestão e os minoritários muitas vezes têm seus direitos, riquezas e retornos solapados pelos majoritários. Assim, a origem mais aceita da Governança Corporativa provém do “conflito de agência”, o qual as boas práticas de governança surgem para solucionar os problemas.

Já em uma visão mais contemporânea Oliveira (2006, p.12) afirma que “a Governança Corporativa teve suas origens em um tripé e se consolidou em um foco básico. O tripé é formado pelo fundo LENS, pelo relatório Cadbury e pelos princípios da OCDE; e o filtro básico do processo corresponde a Lei Sarbanes-Oxley”.

Ainda de acordo com Oliveira (2006) o fundo LENS foi responsável pela efetivação de um novo modelo de gestão em busca de melhores resultados e um maior valor para as empresas. Este referido modelo de gestão tem por base os seguintes princípios básicos: a atuação e o monitoramento eficazes pelos acionistas contribuem para melhores resultados e criam valor para as empresas; corporações éticas e com valores sólidos tem forte sustentação para suas possíveis recuperações; a ética liga-se direta com os resultados da empresa; as atuais organizações são complexas e dinâmicas e visam criar riqueza para os sócios e a sociedade e; o direito e a anseio de realizar investimentos fornecem sustentação para o desenvolvimento das empresas e para liberdade empresarial.

Já o relatório Cadbury, tem como princípios básicos a constituição e estruturação do Conselho de Administração e suas conseqüentes separações de responsabilidades. (OLIVEIRA, 2006).

A OCDE – Organization for Economic Cooperation and Development, de acordo com OLIVEIRA, (2006) dá sua contribuição para a Governança Corporativa ao estabelecer como princípios que toda estruturação de Governança Corporativa deve proteger os direitos dos acionistas; todo acionista majoritário ou minoritário, e independente da nacionalidade deve ter um tratamento igualitário; as informações transmitidas devem ter transparência e veracidade; todos os fatos importantes devem ser prontamente divulgados ao público interessado e; as responsabilidades e a atuação do conselho de administração devem estar bem deliberadas, além de avaliadas rigidamente.

Considerada o filtro do tripé da governança, a Lei Sarbanes-Oxley, se baseia em princípios que estudiosos de Governança Corporativa vinham aprimorando ao longo do tempo, dentre os principais estão: a conformidade legal e ética, não sendo apenas um assunto

de boas intenções; a adequada administração e conseqüente prestação de contas; veracidade e transparência adequada de informações disponibilizadas ao público interessado e; senso de propósito e justiça nas decisões empresariais. (OLIVEIRA, 2006).

A criação desta mencionada Lei teve reflexos no mercado de capitais brasileiro, mas de acordo com Souza (2005 apud SLOMISKI Et Al, 2008, p.44) “a grande parte dos preceitos estabelecidos pela Lei Sarbanes-Oxley já tinha sido instituída pela nossa Lei de Sociedades por Ações [...]. A adoção de outros dependerá de novos estudos para adaptá-los as nossas circunstâncias”.

Por fim, observa-se que as discussões referentes à Governança Corporativa vêm ocorrendo ao longo do tempo, no entanto, verifica-se que se intensificaram nos anos 90 e passaram a ser mais difundidas a partir dos anos 2000, após graves escândalos empresariais, como por exemplo, a falência da Enron, uma das empresas americanas mais conceituadas no mercado, a qual ocorreu após a descoberta de fraudes que apontavam distribuir altas remunerações aos seus executivos. O caso da Enron aliado a outros inúmeros escândalos corporativos e contábeis de grandes proporções ocorridos na época reforçaram a importância da implantação das boas práticas de Governança Corporativa.

### 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

No Brasil o movimento por boas práticas de Governança Corporativa mostrou-se mais dinâmico a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos 1990 (IBGC, 2016). Portanto, a partir destas transformações econômicas, o Brasil passa a seguir a tendência internacional voltada às boas práticas de governança para se ajustar as regras globais em busca de recursos em outros mercados.

Neste contexto Silveira (2005, p.58,59) corrobora dizendo:

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras entre as quais:

- A criação do Instituto Brasileiro de governança corporativa em 1995;
- A aprovação da Lei nº 10.303 de 31 de dezembro de 2001, conhecida como a nova Lei das S.A.s;
- A criação dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do novo mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para a definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;



- A definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

Portanto, este conjunto de medidas governamentais e institucionais vem contribuindo para que as empresas brasileiras adotem as práticas da boa governança, as quais contribuem para que a empresa crie valor perante o mercado e melhore seu desempenho, proveniente, da maior confiança pelo novo modelo de gestão e da perspectiva de longo prazo.

Os principais documentos que tratam de governança corporativa no Brasil e servem como diretrizes para as empresas brasileiras no que se refere à governança são: o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM, os quais foram elaborados com base nos principais códigos internacionais de Governança Corporativa. (SLOMISKI, 2008).

Pode-se dizer que a adesão das práticas de Governança Corporativa no Brasil ainda se restringe as grandes corporações, especialmente as de capital aberto e que para a adoção da Governança Corporativa por empresas de capital fechado e pequeno porte ainda há um longo caminho a ser percorrido.

## 2.4 MODELOS E ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Existe uma infinidade de modelos de Governança Corporativa por todo o mundo, pois as práticas de governança são instituídas conforme particularidades de cada país e cada empresa.

No entanto de acordo com Slomiski et al (2008), observa-se na literatura em estudos pertinentes que se destacam dois modelos: o modelo Anglo-Americano e o modelo Germânico-Japonês. O primeiro modelo se caracteriza pela pulverização do controle acionário e separação da propriedade e gestão, por um sistema legal que intervém e regula de forma eficiente os envolvidos, o mercado acionário possui alta liquidez e alta transparência das informações. Já o segundo modelo também chamado de Nipo-Germânico se caracteriza pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações, estes investidores normalmente são bancos e outras instituições financeiras ou outras empresas e, a administração está sob maior monitoramento, a participação acionária é de longo prazo, a liquidez e o nível de transparência são baixos. Constata-se que são dois modelos bem distintos sendo que o primeiro é baseado em alta liquidez no mercado de capitais e o segundo

é mais concentrado e com investidores de longo prazo.

De acordo com Andrade e Rosetti (2009) independente dos princípios e propósitos em que se alicerça o modelo predominante praticado em cada país, a Governança Corporativa se estabelece pela interação da Propriedade, Conselho de Administração e Diretoria Executiva. Sendo que os proprietários se utilizam do mecanismo de Assembléia Geral, a qual é o órgão soberano da sociedade, ela é responsável por deliberar questões de alto impacto no destino da empresa, tais como reformular os estatutos, eleger os administradores e eleger o Conselho Fiscal, o qual é outro mecanismo utilizado pelos proprietários.

Conforme Slomiski et al (2008) ao Conselho Fiscal cabe fiscalizar os atos dos administradores, averiguando o cumprimento de seus deveres e denunciando erros e fraudes que descobrir, bem como sugerir providências cabíveis aos órgãos de administração ou a assembléia geral.

Os administradores por sua vez se utilizam do Conselho de Administração e, seus comitês de auditoria e auditoria independente que atuam como guardiões dos interesses dos proprietários. Dentre outras funções deste conselho estão eleger e avaliar o desempenho da Diretoria Executiva, homologar, acompanhar, monitorar estratégias de negócios e políticas das áreas funcionais. Já a Diretoria Executiva, cujo poder emana do Conselho de Administração, é responsável por exercer a gestão das áreas funcionais e de negócios da companhia, interagindo com o Conselho de Administração no exercício e poderes que lhe são atribuídos. (ANDRADE e ROSETTI, 2009)

Portanto, estes são alguns dos mecanismos utilizados para as boas práticas de governança corporativa, há uma infinidade de acordo com a realidade de cada país e empresa, mas todos visam assegurar os princípios básicos da boa governança.

### 3. NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA

Nesta seção serão abordados os níveis diferenciados de governança corporativa e suas características, os quais foram criados pela Bm&F Bovespa com o intuito de colaborar com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Os segmentos especiais de Governança Corporativa Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, criados pela BOVESPA em 2000 e posteriormente em 2005 o Bovespa Mais e em 2014 o Bovespa Mais Nível 2, foram criados para fortalecer o mercado de capitais ao preencher algumas lacunas existentes na legislação brasileira. Pois, de acordo com Carvalho (2002 apud ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p.438),

reformas da legislação referente à governança de empresas de capital aberto geralmente enfrentam barreiras políticas. Obviamente, a principal fonte de oposição é formada pelos grupos que controlam as empresas, pois o aumento da proteção aos minoritários equivale à redução do valor do controle. A grande dificuldade em viabilizar uma reforma plena reside no elevado poder político dos controladores.

Neste sentido, Slomiski et al (2008), corrobora dizendo que as dificuldades para que ocorram mudanças nos padrões de governança através de reformas legislativas advêm de alguns empresários e grupos políticos dominantes, isto levou alguns mercados a criarem mecanismos de adesão voluntária à melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas.

“Nesses novos segmentos, a adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa é voluntária e implica a assinatura de contrato de adesão envolvendo os controladores, os administradores (Conselho de Administração e Diretoria Executiva) e a bolsa” (ANDRADE e ROSSETTI, 2009, p. 439). Deste modo, os contratos privados entre a Bovespa e as companhias abertas firmando compromissos de práticas adicionais de governança corporativa, representam mecanismos alternativos às reformas legislativas brasileira.

Além do comprometimento de seguir o regulamento do segmento, as partes aderem à Câmara de Arbitragem para agilizar as soluções de conflitos relacionados ao mercado de capitais e societários e comprometem-se a não recorrer ao Poder Judiciário.

Assim, o que diferencia estes segmentos entre si é o nível de exigências das boas práticas de Governança que vão além da legislação vigente no Brasil. No quadro a seguir, encontra-se um comparativo das principais exigências existentes entre os segmentos de listagem.

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

Fonte: BMeF BOVESPA (2016) Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br>>.

Além das diferenças observadas no quadro comparativo entre os segmentos, ressalta-se que, “a maior parte dos compromissos que as empresas do Nível 1 assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa”. (BOVESPA, 2016)

Portanto, as companhias listadas no Nível 1, devem apresentar informações de acordo com a legislação brasileira e ainda acrescentar informações adicionais conforme estabelecido pela Bovespa. Deste modo, nas Informações Trimestrais (ITRs), devem acrescentar também demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa entre outras. Nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) as empresas devem incluir as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício encerrado. Nas Informações Anuais (IANs), além do que já é exigido pela legislação vigente devem informar a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de

Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, assim como, a evolução dessas posições. Todas essas informações são enviadas à CVM e à Bovespa pelas companhias listadas na Bolsa e depois disponibilizadas ao público. Além disso, divulgar até o final de janeiro de cada ano um calendário anual, contendo os eventos corporativos programados. (BOVESPA, 2016).

Já no Nível 2, ressalta-se que os requisitos mais relevantes que as empresas devem atender são os compromissos societários, pois permitem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Assim, conforme a Bovespa (2016) a companhia que tenha ações preferenciais, deve atribuir direito de voto aos acionistas destas ações em caso de transformação, incorporação, fusão ou cisão, aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, desde que seja matéria de assembléia.

Com relação ao Novo Mercado, destaca-se que este segmento possui o nível mais elevado de Governança Corporativa, pois deve atender a todas as exigências dos níveis 1 e 2 e ainda somente permite a emissão de ações ordinárias, as quais dão direito a voto.

Assim, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o capital e, o Nível 2, às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na Bolsa de Valores, e que, num primeiro momento, não têm condições de converter suas ações preferenciais em ordinárias.

O Bovespa Mais segue os mesmos princípios do Novo Mercado em termos de boas práticas de governança corporativa. No entanto, de acordo com a Bovespa (2016) ele foi concebido para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, permitindo efetuar a listagem sem oferta, ou seja, listar a empresa na Bolsa e ter até 7 anos para realizar o IPO, esta estratégia de acesso permite que a empresa se prepare de forma adequada, implementando elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado, deste modo, se coloca visível para despertar o interesse dos investidores.

O Bovespa Mais Nível 2, foi criado em 2014, tendo por base os mesmos princípios do Bovespa Mais, todavia, neste segmento de listagem há a negociação de ações preferenciais (PN), além de ações ordinárias (ON). Segundo a Bovespa (2016), a tendência é que as empresas que se listam no Bovespa Mais Nível 2 migrem naturalmente para o para o Nível 2 de Governança ou Novo Mercado, à medida que diversificam sua base acionária ao realizar novas ofertas públicas de ações, embora tal migração não seja obrigatória.

## 4 METODOLOGIA

Metodologicamente em termos amplos o presente estudo se caracteriza como pesquisa descritiva, pois de acordo com, Gil (1999, p. 46) este tipo de pesquisa “[...] tem como objetivo primordial à descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”. Portanto, é uma pesquisa descritiva por objetivar analisar e descrever as relações de mudanças de Níveis de Governança com o desempenho das empresas que passaram por estas transições.

Verificou-se que desde a criação dos níveis diferenciados de governança em dezembro de 2000, até o ano de 2015, foram 20 as empresas que aderiram a algum destes níveis e acabaram migrando para outro nível dentre eles.

No entanto, para a realização deste trabalho foram selecionadas somente 11 das 20 empresas que passaram por mudança de nível de governança, uma vez que os dados foram coletados de forma longitudinal, ou seja, de três anos antes da migração de nível e de três anos depois, assim, foram selecionadas as empresas cuja migração ocorreu até o ano de 2012, para ser possível comparar o desempenho de antes e depois da transição. Bem como, foram excluídas da pesquisa as empresas que migram entre os níveis, mas que passaram por fusões e aquisições e também aquelas que não foram encontradas informações suficientes.

A tabela 01 apresenta o nome das empresas selecionadas, o nível de governança que pertenciam e o qual migraram, bem como o ano da migração e o período de abrangência da pesquisa.

Tabela 01 – Descrição da Amostra Selecionada

(continua)

Nível 1 para Novo Mercado	Ano de Migração	Período de Abrangência da Pesquisa
1. Weg	2007	2004 a 2010
2. Cia. Hering	2007	2004 a 2010
3. Rossi	2006	2003 a 2009
4. Duratex	2009	2006 a 2012
5. Iochpe-Maxion	2008	2005 a 2011
6. Paranapanema	2012	2009 a 2015

Tabela 01 – Descrição da amostra selecionada

(conclusão)

Nível 2 para Novo Mercado	Ano de Migração	Período de Abrangência da Pesquisa
1. Eternit	2006	2003 a 2009
2. Ultrapar	2011	2008 a 2014
3. Equatorial	2008	2005 a 2011
Nível 1 para Nível 2	Ano de Migração	Período de Abrangência da pesquisa
1. Banco Indusval	2012	2009 a 2015
2. Banco Pine	2012	2009 a 2015

Fonte: BMeF BOVESPA (2016)

A abordagem do problema do estudo se classifica como quantitativa, pois segundo Malhotra, (2006) os estudos quantitativos são aqueles que utilizam técnicas matemáticas ou estatísticas para se analisar os dados e responder ao problema proposto.

Deste modo, para atender ao objetivo principal desta pesquisa, o qual consiste em verificar a relação entre níveis de governança e desempenho das empresas, bem como, para responder a um dos objetivos específicos, de se identificar fatores macroeconômicos que podem impactar nos resultados, foram utilizados dois testes estatísticos paramétricos: Análise de Regressão Linear e o Teste t de Student.

Optou-se pela utilização da Análise de Regressão Linear Múltipla, por esta permitir testar a relação de diversas variáveis independentes com uma variável dependente. Tais relações entre as variáveis podem ser expressas em forma de uma equação. Neste sentido, Triola (2013, p.450) corrobora dizendo que “uma equação de regressão múltipla expressa uma relação linear entre uma variável dependente  $y$  e duas ou mais variáveis preditoras ( $x_1, x_2 \dots, x_k$ ).”

Assim, para desenvolver um modelo regressão aplicável a este estudo, optou-se por utilizar a Margem Bruta como medida de desempenho, ou seja, como variável dependente na regressão, uma vez que esta variável se mostrou mais adequada para os parâmetros exigidos em regressão linear.

Já as variáveis independentes selecionadas para serem utilizadas na regressão, foram as seguintes:

- a) Nível de governança - por esta ser uma variável categórica, foi necessário incluir uma

variável binária (*dummy*). Levine (2013, p. 556) esclarece que “uma variável binária (*dummy*) recodifica as categorias de uma variável categórica utilizando os valores numéricos 0 e 1”. Deste modo, a variável categórica antes da mudança de nível de governança corporativa ficou representada por 0 e, depois da mudança de nível ficou representada por 1 .

- b) Taxa SELIC - também chamada de taxa básica de juros, serve de referência para a definição do piso de juros na economia brasileira, ela é usada em empréstimos feitos entre os bancos e também nas aplicações feitas por instituições bancárias em títulos públicos federais. Também é usada pelo Banco Central como instrumento de controle da inflação.
- c) IPCA- Índice de Preços ao Consumidor Amplo, este indicador é considerado o índice oficial de inflação do país, é utilizado pelo Banco Central para verificar se a meta estabelecida para a inflação está sendo cumprida.
- d) PIB- o Produto Interno Bruto mensura atividade econômica do país ou região, se mostra um importante indicador de crescimento.

Estes indicadores selecionados se mostram importantes, pois direta ou indiretamente acabam afetando as organizações.

Para a análise de regressão diversos pressupostos foram verificados e condições obedecidas para a adequação do modelo linear, assim, foram feitos dois testes para averiguar a consistência do resultado: o teste de normalidade dos resíduos, o qual testa a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente e; o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan, que testa a hipótese nula de que o resíduo gerado pelos  $n$  parâmetros da regressão se distribuem de maneira uniforme. Caso a probabilidade do teste fique acima do nível de significância, considera-se a variância dos resíduos homocedástica e, abaixo, heterocedástica.

Além da análise de Regressão Linear Múltipla também foi empregado o Teste  $t$  de Student para diferenças de médias. Este teste aplica-se tanto a amostras independentes como a amostras dependentes ou emparelhadas. Neste trabalho foi utilizado o teste para amostra emparelhada, no qual cada fato é analisado duas vezes, antes e depois, formando assim pares de observações.

Assim, para a realização deste teste optou-se pela utilização do Lucro Líquido como variável de desempenho a ser testada, deste modo, utilizou-se o lucro líquido obtido de três anos antes e de três após a adesão ao novo nível de governança.

Tanto o teste  $t$  como a análise regressão foram feitos analisando-se o desempenho das empresas pertencentes à amostra de forma conjunta, assim, foram utilizados dados de 33



observações de antes da migração e 33 após a migração, para todas as variáveis. Os dados levantados foram secundários, obtidos no site da BMeF Bovespa e demais sites relacionado a finanças.

Todos os testes e análises estatísticas realizadas foram por meio do no software livre GRETL, considerando o nível de significância de 0,05, por ser o mais comumente usado. O nível de significância “(representado por  $\alpha$ ) é a probabilidade estatística de teste cair na região crítica quando a hipótese nula for realmente verdadeira. Se a estatística de teste cair na região critica rejeitemos a hipótese nula de modo que  $\alpha$  é a probabilidade de cometermos o erro de rejeitar a hipótese nula quando ela for verdadeira” (TRIOLA, 2013, p.322).

## 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados encontrados a partir da aplicação da metodologia proposta na seção 4, objetivando averiguar o problema proposto.

Inicialmente, será apresentada e discutida a Regressão Linear Múltipla feita com o intuito de verificar dentre as variáveis independentes selecionadas (Nível de governança, PIB, IPCA e SELIC) quais apresentam influências estatisticamente significativas sobre a variável dependente (Margem Bruta) das empresas pesquisadas. Em seguida é apresentado e discutido o resultado do Teste t de Student, o qual foi utilizado para testar as hipóteses propostas.

### 5.1 RESULTADOS DA ANÁLISE DE REGRESSÃO

Cabe esclarecer que, inicialmente, pretendia-se utilizar apenas o Lucro Líquido como medida de desempenho, tanto para análise de regressão como para o teste t, no entanto, os resultados da análise de regressão utilizando o Lucro Líquido de tais empresas como variável dependente, não foram satisfatórios.

O principal problema identificado neste modelo foi a dispersão de valores decorrentes dos diversos porte das companhias pesquisadas, aliado ao fato de algumas terem incorrido em prejuízos, assim, a existência de números negativos impossibilitou a utilização de um modelo logaritmo para suavizar a dispersão, devido ao fato de não haver logaritmo de número negativo.

Diante disso, buscou-se outras medidas de desempenho para ser utilizada como variável dependente no modelo de Regressão Linear Múltipla. Deste modo, foram definidas cinco variáveis de desempenho e com o auxílio de uma matriz de correlações, identificada as variáveis com maiores associações entre si.

Na tabela 02 encontram-se os resultados da matriz, onde verifica-se haver forte correlação entre lucro líquido e lucro bruto, bem como entre a margem líquida e a margem bruta. Devido a correlação entre tais variáveis, estas poderiam ser utilizadas como variável dependente, sem prejudicar o objetivo inicial deste estudo. Entretanto, um modelo de regressão utilizando o Lucro Bruto como variável dependente incorrera nos mesmos problemas identificados no modelo em que foi utilizado o Lucro Líquido, ou seja, dispersão de valores e presença de números negativos.

Assim, para resolver o problema da dispersão decidiu-se utilizar números relativos em vez de valores monetários. Deste modo, um segundo modelo foi testado com a utilização da Margem Líquida como variável dependente, contudo, os resultados também não foram satisfatórios. Concluiu-se também que Lucro Líquido e, conseqüentemente, a Margem Líquida sofrerem influências de diversos fatores não relacionados com a atividade-fim das empresas, como por exemplo, despesas financeiras, equivalência patrimonial, pagamento de tributos diferidos de períodos anteriores, e outros componentes das despesas operacionais. Tais fatos contribuíram para a não utilização destas variáveis na análise de regressão.

Tabela 02 - Matriz de Correlação Entre as Variáveis Seleccionadas

Coeficientes de correlação, usando todas as observações 1 - 66 5% valor crítico (bicaudal) = 0, 2423 para n = 66					
Receita	Lucro_bruto	Lucro_liquido	Margem_bruta	Margem_liquida	
1,0000	0,9596	0,8349	-0,4281	-0,2012	Receita
	1,0000	0,9424	-0,2704	-0,0562	Lucro_bruto
		1,0000	-0,1171	0,1933	Lucro_liquido
			1,0000	0,6663	Margem_bruta
				1,0000	Margem_liquida
	<u>IPCA</u>	<u>PIB</u>	<u>SELIC</u>	<u>Nível</u>	
	0,0042	-0,0961	-0,2250	0,1103	Receita
	-0,0409	-0,0378	-0,2444	0,2053	Lucro_bruto
	-0,0971	0,0142	-0,2460	0,2455	Lucro_liquido
	-0,2527	0,3475	0,1477	0,0364	Margem_bruta
	-0,2939	0,2300	-0,0605	0,0379	Margem_liquida
	1,0000	-0,2876	0,2942	0,1469	IPCA
		1,0000	-0,0136	-0,2622	PIB
			1,0000	-0,5164	SELIC
				1,0000	Nível

Fonte: Elaboração Própria

Considerando as limitações e fatores já expostos, optou-se por utilizar a Margem Bruta como variável dependente, por esta ser uma medida relativa de cada empresa, resolvendo assim, o problema de grandeza de escala e suavizando a dispersão de seus desempenhos econômicos, bem como, por a Margem Bruta ser uma medida de desempenho válida, pois ao utilizar este indicador está analisando-se a melhoria do desempenho operacional das organizações.

Uma vez a variável dependente definida, foi feita uma nova análise de regressão, a qual apresentou resultados satisfatórios, deste modo, foram feitos o Teste de Normalidade dos

Resíduos e Teste de Heterocedasticidade de Breusch-Pagan, para verificar a consistência do resultado.

O teste de normalidade não rejeitou a hipótese nula de que os resíduos se distribuem normalmente, logo, considera-se que a distribuição dos resíduos é normal, o qual é um pressuposto a ser obedecido na análise de regressão linear. No entanto, no teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan, a hipótese nula de que o resíduo gerado pelos  $n$  parâmetros da regressão se distribuam de maneira uniforme foi rejeitada, o que indica que a variância dos resíduos não é constante, violando uma das hipóteses do modelo de regressão pelo método de mínimos quadrados ordinários e, assim, tende a gerar parâmetros viesados. Este resultado classifica a variância dos resíduos como heterocedástica. Porém, este problema foi resolvido através de um modelo de regressão linear múltipla com heterocedasticidade corrigida. O resultado gerado por este modelo de regressão encontra-se na tabela 03.

Tabela 03 – Análise de Regressão com Heteroscedasticidade Corrigida

Modelo: Heteroscedasticidade-corrigida, usando as observações 1-66					
Variável dependente: Margem_bruta					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,0151893	0,0886094	0,1714	0,8645	
Nível	0,106797	0,0373986	2,8556	0,0059	***
IPCA	-0,0172124	0,00672451	-2,5597	0,0130	**
PIB	0,0246683	0,00413442	5,9666	<0,0001	***
SELIC	0,0156364	0,00498216	3,1385	0,0026	***
Estatísticas baseadas nos dados ponderados:					
Soma resíd. quadrados	150,1429	E.P. da regressão		1,568872	
R-quadrado	0,699452	R-quadrado ajustado		0,679744	
F(4, 61)	35,49068	P-valor(F)		2,66e-15	
Log da verossimilhança	-120,7737	Critério de Akaike		251,5474	
Critério de Schwarz	262,4957	Critério Hannan-Quinn		255,8736	
Estatísticas baseadas nos dados originais:					
Média var. dependente	0,249847	D.P. var. dependente		0,130729	
Soma resíd. quadrados	0,816411	E.P. da regressão		0,115688	

Fonte: Elaboração Própria

Conforme observa-se na tabela todas as variáveis independentes obtiveram significância estatística, ou seja, o p-valor, ficou abaixo do nível de significância de 0,05. Isso indica que a variável dependente é influenciada pelas variáveis independentes.

Assim, o impacto produzido pela mudança de nível na margem bruta é positivo e

colabora com um ganho de quase 11 p.p., portanto, este o resultado é compatível com as pressuposições de que as boas práticas de Governança Corporativa produzem efeitos positivos no desempenho das organizações;

Já o IPCA causou um impacto negativo, assim, o aumento de 1 p.p. nesta variável, acarreta em redução de 1,7 p.p da margem bruta. Isso já era esperado, pois altas taxas de inflação geralmente resultam em restrições para as organizações devido ao aumento de vários custos nas transações de negócios, tais como a compra de matéria prima, peças e salário de empregados. (WRIGHT, 2000);

O Produto Interno Bruto apresentou um efeito positivo à margem bruta, colaborando com um ganho de 2,5 p.p para cada 1p.p. de aumento do PIB.

A Taxa SELIC também apresentou impacto positivo na margem, sendo que a cada 1p.p. de aumento da taxa, ocorre aumento de 1,6 p.p na margem bruta. Isso ocorreu contrário do que se imaginava, pois esta taxa quando alta desestimula o consumo, reduzindo a venda de mercadorias e serviços. O resultado obtido pode ser em consequência da existência de bancos na amostra, os quais obtêm rendimentos com a compra de títulos públicos em suas atividades-fim.

Outro fator a ser observado é o grau do impacto que as variáveis independentes exercem sob a variável dependente, assim, verifica-se que a variável Nível de Governança foi a que mais impactou na margem bruta, seguida pelo PIB, IPCA e SELIC.

Também há de se destacar o resultado do R-quadrado, o qual apresentou valor de 0,699, isto quer dizer que quase 70% dos resultados da variável dependente podem ser explicados pelas pelos efeitos das variáveis independentes.

## 5.2 RESULTADO DO TESTE T

Considerando os objetivos desta pesquisa, as hipóteses estabelecidas foram testadas através do Teste t de Student para diferenças de médias. Para a realização deste teste, a variável de desempenho empresarial utilizada foi o Lucro Líquido<sup>1</sup> médio de três anos antes e

---

<sup>1</sup> Também foi realizado o teste t para diferenças de médias com a Receita de Vendas e com Lucro Bruto, os quais apresentaram, respectivamente, p-value (P(T<=t) bi-caudal) = 0,01785 e (P(T<=t) bi-caudal) = 0,00024, deste modo, estes resultados são considerados significativos por serem menores que o nível de significância adotado, de 0,05. Portanto, indicam que a mudança de nível de Governança Corporativa também produziu alterações significativas na Receita e no Lucro Bruto das empresas pesquisadas.

três anos após a mudança de Nível de Governança, onde o desempenho das 11 empresas pesquisadas foi analisado em conjunto.

Conforme observa-se na tabela 04, o p-valor ( $P(T \leq t)$  bi-caudal) obtido no teste foi de 0,001, sendo menor que o nível de significância de 0,05, assim, rejeita-se a hipótese  $H_0$ , de que não houve mudanças significativas no lucro das empresas que mudaram de nível de governança.

Tabela 04 - Resultado Teste-t

Alfa	0,05	
Diferença média hipotética	0	
	<b>Lucro (nível 0)</b>	<b>Lucro (nível 1)</b>
Média	135.815,42	273.089,91
Variância	34.923.697.336,25	116.577.390.364,09
Observações	33,00	33,00
Correlação de Pearson	0,80	
Diferença média observada	-137.274,48	
Variância das diferenças	48.823.880.677,63	
df	32,00	
Estatística t	-3,57	
P ( $T \leq t$ ) unicaudal	0,001	
t Crítico unicaudal	1,694	
<b>P (<math>T \leq t</math>) bicaudal</b>	<b>0,001</b>	
<b>t Crítico bicaudal</b>	<b>2,037</b>	

Fonte: Elaboração Própria

Portanto, este resultado também é compatível com as pressuposições a cerca dos benefícios da governança corporativa, assim, se pode inferir que ao migrar para outro Nível de Governança Corporativa tais empresas apresentam uma melhora no seu lucro. Desta forma, o resultado do teste t confirma o que já havia sido constatado por meio da análise de Regressão.

Na tabela 05, encontra-se outro dado interessante, uma vez que os testes realizados nesta pesquisa foram feitos considerando o desempenho conjunto de todas as companhias, na referida tabela, encontra-se o desempenho individual das empresas pertencentes à amostra, representado pelo Lucro Líquido médio de três anos antes da migração e dos três anos após.

Assim, observa-se um notável aumento na média do Lucro após a mudança de nível de Governança, para todas as empresas, exceto, para os Bancos Indusval e Pine.

Tabela 05 - Desempenho Individual Considerando Lucro Líquido Médio - Antes e Depois da Mudança de Nível e Ano de Migração

Empresa	Lucro Líquido Médio Antes da Mudança de Nível	Lucro Líquido Ano da Mudança de Nível	Lucro Líquido Médio Depois da Mudança de Nível	$\Delta\%$ Lucro Líquido Médio após Mudança de Nível em relação a Antes da Migração
Weg S.A	426.766	574.984	555.655	30,20%
Cia Hering	10.141	18.693	129.076	1172,81%
Rossi Resid	11.112	43.701	136.745	1130,61%
Duratex	12.739	97.904	433.939	3306,38%
Iochp-Maxion	67.434	214.094	147.574	118,84%
Paranapanema	65.667	-206.488	88.191	34,30%
Eternit	31.851	38.214	66.025	107,29%
Ultrapar	533.564	854.787	1.168.900	119,07%
Equatorial	169.567	308.963	277.156	63,45%
Banco Indusval	5.529	14.219	-93.881	-1797,97%
Banco Pine	159.600	187.5	94.607	-40,72%
<b>Média dos Grupos</b>	<b>135.815</b>	<b>195.907</b>	<b>273.090</b>	<b>385,84%</b>

Fonte: Elaboração Própria

Este aumento do Lucro Líquido médio após a migração fica mais evidente ainda ao se observar a variação percentual do lucro de cada empresa após Mudança de Nível em relação à antes da migração, onde a Duratex, Hering e Rossi apresentaram variações percentuais positivas acima de mil por cento, a Ultrapar, Iochp-Maxion e a Eternit, registraram variações mais moderadas, ficando acima de cem por cento e, a Equatorial, Paranapanema e a Weg, foram as empresas que obtiveram as variações positivas no lucro mais modestas, ficando abaixo de cem por cento. Mas a variação média conjunta das 11 empresas foi de 385,84%.

Considerando que Lucro Líquido médio conjunto das companhias pertencentes à amostra foi de R\$ 135.815, antes da mudança de nível e passou para R\$ 273.090, após a migração, verifica-se um aumento em valor monetário de R\$137.274, o que corresponde a uma variação positiva de 101,07%. Assim, estes resultados também demonstram que a mudança Nível de Governança Corporativa acarretou efeitos positivos no lucro das empresas pesquisadas.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As discussões a cerca dos benefícios da adoção das práticas de Governança Corporativa vêm se intensificando, principalmente, após graves escândalos empresariais ocorridos nos últimos tempos, os quais reforçaram a importância da implantação das boas práticas da mesma.

Neste contexto, a bolsa de valores brasileira criou os segmentos especiais de listagem com diferentes níveis de governança corporativa, com o intuito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro ao preencher algumas lacunas deixadas pela legislação vigente.

A partir da criação de tais níveis de governança corporativa, muitos estudos foram realizados a fim de investigar os impactos causados no desempenho das empresas que aderiram a estes segmentos especiais de listagem. Assim, com o intuito de corroborar com esta temática desenvolveu-se esta pesquisa.

As averiguações estatísticas referentes ao problema de pesquisa proposto por meio de Análise de Regressão demonstraram que a mudança de nível de governança corporativa proporcionou um impacto significativamente positivo na variável de desempenho selecionada, assim como, as variáveis econômicas PIB e SELIC. Já o IPCA demonstrou causar um impacto negativo. Ressalta-se que dentre tais variáveis independentes a que causou maior impacto na variável dependente (Margem Bruta), foi a mudança de nível de governança.

O resultado do Teste t também apresentou-se da mesma forma, evidenciando melhora significativa no lucro líquido de tais empresas, após a adesão a um novo nível de governança.

Outro resultado positivo foi entrado através da análise das variações percentuais que cada empresa obteve em seu Lucro Líquido médio após mudança de nível em relação à antes da migração, sendo que das 11 empresas que fizeram parte da amostra, 9 apresentaram variações percentuais positivas. A média obtida de tais variações considerando todas as companhias foi de 385,84%. Também verificou-se que o Lucro Líquido médio conjunto registrou aumento monetário de R\$137.274, após a migração, isso corresponde a uma variação positiva de 101,07%.

Portanto, os resultados obtidos são compatíveis com suposição de que as boas práticas de Governança Corporativa produzem efeitos positivos no desempenho das organizações.



## 7.REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI; José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 4ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

BMFBOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais.** Disponível em: <[https://corretora.miraeasset.com.br/global/bz/po/downloads/cursosOnline/Introdu%C3%A7%C3%A3o\\_ao\\_Mercado\\_de\\_Capitais.pdf](https://corretora.miraeasset.com.br/global/bz/po/downloads/cursosOnline/Introdu%C3%A7%C3%A3o_ao_Mercado_de_Capitais.pdf)>. Acesso em: 01 maio de 2016.

BMFBOVESPA. **Segmentos de Listagem.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/ações/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/ações/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem)>. Acesso em: 01 maio de 2016.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira.** 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança: Governança Corporativa.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 01 maio de 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança: Princípios Básicos.** Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163>>. Acesso em: 03 mai. de 2016.

LEVINE, David M. **Et Al Estatística - Teoria e Aplicações :Usando Microsoft Excel.** 6ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2013

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada.** 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança Corporativa na Prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados.** São Paulo: Atlas, 2006.

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

SLOMISKI, Valmor et al. **Governança Corporativa e Governança na Gestão Pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

TRIOLA, Mario F. **Introdução à Estatística**: atualização da tecnologia. 11. ed. Rio de Janeiro, RJ: LTC, 2013.

WRIGHT, P. KROLL, M. PARNELL, J. **Administração Estratégica**: Conceitos. São Paulo: Atlas, 2000.