



Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA

Luiara Barbosa dos Reis Lopes

**DESEMPENHO E GOVERNANÇA: ABORDAGEM NA PERSPECTIVA
DE INDICADORES CONTÁBEIS**

Brasília

2014

Luiara Barbosa dos Reis Lopes

DESEMPENHO E GOVERNANÇA: ABORDAGEM NA PERSPECTIVA DE
INDICADORES CONTÁBEIS

Orientador: Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Brasília

2014

Lopes, Luiara Barbosa dos Reis.

Desempenho e Governança: Abordagem na Perspectiva de Indicadores Contábeis/ Luiara Barbosa dos Reis Lopes. – 2014.
30 f.

Artigo científico (graduação) – Universidade de Brasília, 2014.

Orientador: Paulo Roberto Barbosa Lustosa.

Impresso por computador.

1. Governança Corporativa. 2. Desempenho Contábil. 3. Mitos da Governança Corporativa. I. Lustosa, Paulo Roberto Barbosa. II. Universidade de Brasília. Curso de Ciências Contábeis. III. Título.

Luiara Barbosa dos Reis Lopes

DESEMPENHO E GOVERNANÇA: ABORDAGEM NA PERSPECTIVA DE
INDICADORES CONTÁBEIS

Artigo científico apresentado para aprovação no
curso de Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade de Brasília.

Banca Examinadora:

Paulo Roberto Barbosa Lustosa, Dr. (Orientador)

José Antônio de França, Dr. (Examinador)

Brasília, 3 de dezembro de 2014.

AGRADECIMENTOS

A Deus por me dar forças para vencer minhas limitações e transpor desafios diariamente.

À minha tia e mãe do coração, Marilda Belo (*in memoriam*), por todo amor e devotamento dispensados a mim e à minha família.

À minha mãe, Zilma e à minha irmã Laura pelo afeto, apoio e compreensão nos momentos difíceis.

Ao meu pai, Luís Carlos, por me encorajar diariamente a atingir meus objetivos.

Ao meu orientador, Paulo Lustosa pela oportunidade de crescimento e aprendizado.

E por fim, porém não menos importante, à minha gata de estimação, She -Ra, por me fazer companhia durante toda a elaboração deste trabalho.

"Que os nossos esforços desafiem as impossibilidades. Lembrai-vos que as grandes proezas da historia foram conquistadas daquilo que parecia impossível."

(Charles Chaplin)

RESUMO

Os professores Larcker e Tayan, da Universidade de Stanford, na Califórnia, integrantes de um grupo de pesquisa dedicado ao estudo da Governança Corporativa listaram em seu artigo denominado “Sete Mitos da Governança Corporativa”, afirmações falaciosas apontadas, até então, como verdadeiras. Segundo os autores, o mito mais prejudicial está na ideia de que as melhores práticas de governança são a solução para as empresas. Diante da escassez de pesquisas no Brasil a respeito da relação positiva esperada entre desempenho contábil e adesão às boas práticas de governança, a presente pesquisa tem como objetivo investigar se empresas listadas no Novo Mercado atingiram lucratividade significativamente superior ao das empresas do Mercado Tradicional, em média. Para tanto, foram analisados Indicadores de Rentabilidade como Retorno Sobre o Ativo (RSA), Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e Margem Sobre Vendas entre 2004 e 2013. Para verificar a aceitabilidade da hipótese descrita foi utilizado o “Teste Z”. A hipótese alternativa não foi aceita para o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido. E, dada a expressividade dessa medida de desempenho em relação às outras analisadas, pode-se concluir que a expectativa de que melhores estruturas de governança estão ligadas a um melhor desempenho pode ser considerada um mito nesse sentido.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho Contábil. Mitos da Governança Corporativa.

ABSTRACT

Teachers Larcker and Tayan, from Stanford University, in California, members of a research group devoted to the study of corporate governance listed in his article named "Seven Myths of corporate governance", deceptive statements pointed out, until then, as true. According to the authors, the most damaging myth is the idea that the best practices of governance are the solution for businesses. Given the paucity of research in Brazil regarding the positive relationship expected between performance accounting and adherence to good governance practices, this research aims to investigate whether companies listed on Brazil's Novo Mercado reached profitability significantly superior to Traditional market companies, on average. To this end, we analyzed Indicators of profitability as Return On Assets (ROA), Return On Equity (ROE) and Margin On Sales between 2004 and 2013. To check the acceptability of the hypothesis described was used the "Z Test". The alternative hypothesis was not accepted for return on equity. And, given the expressiveness of this measure of performance in relation to other analyzed, it can be concluded that the expectation that better governance structures are linked to better performance can be considered a myth in this sense.

Keywords: Corporate Governance. Accounting Performance. Myths of corporate governance.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Revisão de Literatura de autores que testaram possíveis melhorias a partir da adesão da NDGC da Bovespa.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Matriz de Correlação entre Indicadores de Rentabilidade do Mercado Tradicional e Novo Mercado.

Tabela 2 - Estatística Descritiva das 1320 observações entre 2004 e 2013 do Novo Mercado (NM) e Mercado Tradicional (MT).

Tabela 3 - Teste Z considerando Novo Mercado e Mercado Tradicional como duas amostras independentes.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Relação evolutiva entre o RSA do Mercado Tradicional e do Novo Mercado.

Gráfico 2- Relação evolutiva entre o RSPL do Mercado Tradicional e do Novo Mercado.

Gráfico 3- Relação evolutiva entre a MSV do Mercado Tradicional e do Novo Mercado.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1	Eficiência de Mercado	11
2.2	Governança Corporativa	11
2.3	Novo Mercado x Mercado Tradicional	12
2.4	Sete Mitos da Governança Corporativa	13
2.4.1	<i>Mito 7 – As Melhores Práticas de Governança são a Solução</i>	13
3	REVISÃO DE LITERATURA	15
4	METODOLOGIA	16
4.1	Amostra e Instrumento de coleta de dados	16
4.2	Índices de Rentabilidade	16
4.2.1	<i>Retorno Sobre o Ativo (RSA)</i>	17
4.2.2	<i>Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)</i>	17
4.2.3	<i>Margem Sobre Vendas (MSV)</i>	17
4.3	Instrumento de Análise dos Dados	17
5	RESULTADOS	19
5.1	Análise da Correlação entre as Amostras	19
5.2	Análise Gráfica das Médias	20
5.3	Estatística Descritiva	22
5.4	Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes (“Teste Z”)	22
6	CONCLUSÃO	24

1 INTRODUÇÃO

Eleita pela organização americana Princeton Review¹ em 2014 pelo terceiro ano consecutivo como a melhor instituição no ensino de finanças, contabilidade, economia e afins, a Escola de Negócios de Stanford², na Califórnia, possui um grupo de pesquisa voltado ao estudo de Governança Corporativa, dada a relevância que este tema vem tomando desde os escândalos de 2001 a 2002 (Enron, Tyco, etc.) e com a crise financeira mundial de 2008 a 2009 (Lehman Brothers, AIG, etc.). Pesquisando o referido tema em grandes amostras de empresas americanas, os professores Larcker e Tayan (2011) elencaram em seu artigo denominado “Sete Mitos da Governança Corporativa” afirmações enganosas que têm sido aceitas e difundidas pela academia e pelo senso comum como verdadeiras.

Apontado como o mais destrutivo em Governança Corporativa pelos pesquisadores de Stanford, o último mito, o qual cita que melhores práticas de governança levariam as corporações a lograrem um melhor desempenho no mercado, chama bastante atenção apesar do caráter ainda inconclusivo das pesquisas acadêmicas sobre esse ponto.

Sucintamente, governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de práticas que proporcionam maior transparência e melhor gestão dos interesses dos investidores, a fim de atenuar os conflitos de interesses entre os agentes e propiciar uma melhor captação de recursos por parte das empresas. Enquanto o foco dos executivos é o controle do negócio, através de sistemas de controles gerenciais, o cerne da governança é o monitoramento das ações dos executivos e o balizamento da relação entre acionistas majoritários e minoritários. Portanto, parece coerente esperar que as melhores estruturas de governança sejam aquelas capazes de inibir mecanismos de os gestores virem a expropriar a riqueza dos acionistas por não estarem sendo observados diretamente por estes. E, por essa razão, pode-se esperar uma relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho econômico das organizações. Entretanto, as pesquisas acadêmicas que investigam a relação entre a adesão às boas práticas de governança e a melhoria no desempenho no mercado de capitais brasileiro mostram que as ações das empresas que aderem às melhores práticas de governança não geraram mais riqueza aos acionistas (Camargos e Barbosa, 2006), nem melhoraram o retorno contábil segundo Ventura *et al* (2012) e, apesar de reduzirem o risco aos investidores conforme constatado por Clemente *et al* (2014), não garantem proteção contra crises econômicas, como a ocorrida em 2008, conforme investigaram Alberton, Moletta e Marcon (2010).

No Brasil, a BM&F BOVESPA, aos moldes da iniciativa adotada no mercado alemão (*Neuer Markt*), criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado com o objetivo de segregar as empresas com ações negociadas na bolsa de acordo com a adesão voluntária a um conjunto condutas que vão além das normas fixadas pela legislação das que ainda não ingressaram em nenhuma listagem especial (Mercado Tradicional). E, talvez devido à eficiência do mercado, os resultados das pesquisas apontam, em geral, que não há diferença significativa de retornos entre o grande grupo das empresas com melhor governança e o grupo das empresas que ainda não aderiram às práticas diferenciadas de

¹ Fundação sem fins lucrativos que fornece orientação acadêmica e elabora um ranking anual das melhores universidades dos Estados Unidos. Disponível em: <http://www.princetonreview.com>. Acesso em: 19.11.2014.

² Fonte: Revista Forbes. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/susanadams/2014/10/09/the-best-business-schools-for-career-prospects-2015/>. Acesso em: 19.11.2014

governança corporativa, por isso, cabe investigar no âmbito do mercado brasileiro o mito levantado pelos pesquisadores de Stanford. Afinal, se as empresas com melhor governança apresentassem maior desempenho, em um primeiro momento a demanda pela compra de suas ações aumentaria, elevando o preço e o retorno acionário, mas logo haveria a venda para realização dos lucros, e conseqüentemente, os preços cairiam anulando os ganhos anteriores. Conquanto, considerando longas séries de mercado, a expectativa de retornos anormais superiores para as empresas que seguem o conjunto de melhores práticas de governança não poderia se sustentar de forma plausível.

Mas ainda não foram identificados estudos que investiguem essa problemática sob a égide do desempenho contábil, sendo a pesquisa realizada por Ventura *et al* (2012) a primeira a explorar a relação entre índices econômicos e os Níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&F BOVESPA. Enquanto o mercado tem como foco o desempenho esperado (*ex ante*) refletido no preço das ações, as medidas contábeis mostram o desempenho já realizado (*ex post*). Pode-se esperar, nesse sentido, que a governança corporativa esteja positivamente relacionada ao desempenho já realizado financeiramente, mesmo que não se diferencie em relação à expectativa de resultado futuro, sujeito às forças do mercado. Então, o objetivo desta pesquisa é investigar esse problema sob o prisma das medidas de retorno contábil, especificamente verificando se o desempenho contábil das empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa é significativamente superior, em média, ao das empresas do Mercado Tradicional.

Para tanto, foram feitas 1320 observações de cada grupo a partir do cálculo de Indicadores de Rentabilidade como Retorno Sobre o Ativo, Retorno Sobre o Patrimônio Líquido e Margem Sobre Vendas no período compreendido entre 2004 e 2013. Para averiguar se as empresas com governança corporativa atestada pelo mercado (Novo Mercado) obtiveram maior desempenho contábil que as empresas que não estão listadas em nenhum NDGC (Mercado Tradicional) foram utilizadas como ferramentas de análise: evolução gráfica de médias, matriz de correlação entre os índices e o Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes.

Mediante o “Teste Z” realizado, a hipótese alternativa de que a rentabilidade média das empresas listadas no Novo Mercado é significativamente superior à das empresas do Mercado Tradicional foi aceita para o Retorno Sobre o Ativo e a Margem Sobre Vendas, enquanto para o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido foi aceita a hipótese nula de igualdade significativa entre as médias.

O trabalho está organizado em seis seções, iniciando-se com a introdução, que faz uma breve contextualização do problema investigado, seguida pelo referencial teórico e breve revisão da literatura nacional. Na quarta parte é feito o detalhamento da metodologia de estudo utilizada, em seguida são apresentados os resultados obtidos e por fim as considerações finais e as referências bibliográficas que serviram de embasamento para a pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Eficiência de Mercado

Considerada uma das teorias mais influentes em finanças, a Hipótese dos Mercados Eficientes formulada por Roberts (1959 *apud* Bruni e Famá 1998) e aperfeiçoada por Fama (1970 *apud* Bruni e Famá 1998) afirma que um mercado eficiente reflete as informações disponíveis de maneira integral no preço dos ativos negociados, impossibilitando que os agentes obtenham retornos anormais com base apenas nas informações disponibilizadas publicamente. A HME estabelece três formas de eficiência de acordo com a reação do mercado às informações:

- *Forma Fraca* - Os preços dos ativos resultam de informações passadas;
- *Forma Semiforte* - As informações disponíveis ao público são refletidas nos preços;
- *Forma Forte* - Nenhum agente consegue obter retornos anormais de seus investimentos, embora tenha acesso a informações privadas.

Segundo Maluf Filho (1991) tais formas de eficiência podem ser entendidas como estágios, seguindo um critério de dominância, tornando-se necessário atender às exigências de um nível inferior para atingir o nível imediatamente superior. Ou seja, para atingir a Forma Semiforte o mercado deve primeiramente atender aos requisitos da Forma Fraca e, conseqüentemente, atender aos requisitos da Forma Semiforte antes de atingir a eficiência na Forma Forte.

Segundo Hendriksen e Breda (1999), vários estudos e pesquisas apoiam a HME de Fama em sua Forma Semiforte, que é aceita em vários mercados de capitais pelo mundo. Ainda de acordo com os autores, o nível semiforte não deve ser interpretado como garantia de que todos investidores entendam e considerem toda nova informação publicada. E concluem que o mercado para ser eficiente não precisa que todos os investidores acreditem em sua eficiência, necessitando apenas que haja um número suficiente de investidores esforçados em lograr maior rentabilidade a partir das informações publicamente disponíveis, ou seja, ignorando, ainda que temporariamente, a eficiência do mercado.

2.2 Governança Corporativa

O contexto da Crise Econômica Mundial de 2008 suscitou uma série de questionamentos sobre a real eficiência dos mercados de capitais em todo o mundo, o que conferiu maior notoriedade à Governança Corporativa, consoante Camargos e Barbosa (2006), dada sua capacidade de esclarecer e solucionar diversas complicações enfrentadas pelas empresas.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o conceito de Governança Corporativa pode ser compreendido como um sistema de direção, monitoramento e incentivo das organizações, que abrange ações e relações entre os proprietários, o conselho de administração, a diretoria e os órgãos de controle. Não obstante, o IBGC ressalta que boas

práticas de Governança traduzem princípios em recomendações objetivas, convergindo interesses dos agentes com o objetivo de manter, agregar valor de mercado e garantir a sobrevivência da organização, vislumbrando melhoria na captação de recursos.

Carvalho (2002) salienta como principal objetivo da Governança Corporativa, mitigar os conflitos de interesses entre os agentes, conforme descrito por Jensen e Meckling (1976 *apud* Carvalho 2002) na Teoria da Agência. Assegurando que a atuação do controle esteja alinhada com os objetivos das partes detentoras de direitos legais sobre a empresa. Ainda a respeito do problema da agência, Carvalho aponta para um fato recorrente em muitos países: a necessidade de boas práticas de governança a fim de balizar o relacionamento entre acionistas majoritários e minoritários, evitando que esses últimos tenham seus recursos e direitos apropriados pelos que detém uma maior parcela de ações.

No Brasil, instituições públicas e privadas criaram cinco iniciativas para otimizar o funcionamento do mercado de capitais são elencadas por Silveira (2002):

- Criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1995;
- Criação dos Níveis Diferenciados de Governança pela BM&F BOVESPA;
- A definição de novos limites para investimentos por parte dos fundos de pensão pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC);
- Aprovação da Lei 10.303/2001 conhecida como Nova Lei das S.A. que fortalece o papel da Comissão de Valores Mobiliários e versa, dentre outros assuntos, sobre os direitos de acionistas minoritários;
- A valorização das boas práticas de governança por parte do BNDES para a concessão de crédito

As iniciativas das instituições públicas que visam uma melhor regulação, em geral, criam obrigações a serem cumpridas pelas empresas. Enquanto instituições como o IBGC e a BM&F BOVESPA estabelecem regras e parâmetros de modo a explicitar ao mercado quais companhias estariam de acordo com os princípios de Governança em maior ou menor grau.

2.3 Novo Mercado x Mercado Tradicional

Inspirada no *Neuer Markt* alemão a BM&F BOVESPA criou no ano 2000, juntamente com os o Níveis Diferenciados de Governança Corporativas (Nível 1 e Nível 2), o segmento denominado Novo Mercado, que teve sua primeira listagem em 2002. As companhias aderem a esse grupo de forma voluntária a partir de um contrato, e para participarem da listagem devem estar dispostas a aumentar a transparência de suas informações, aderindo a práticas de Governança Corporativa que vão além das exigências da legislação brasileira.

Com o regulamento mais rigoroso dentre os demais níveis de Governança, o Novo Mercado, segundo o folheto explicativo divulgado pela BM&F BOVESPA, é destinado a empresas que desejam abrir capital e às que tenham apenas ações ordinárias, ou possuam ações preferenciais que possam ser canceladas e substituídas por ações ordinárias, ou seja, com poder de voto. Tal requisito tem como principal objetivo suavizar as discrepâncias entre

acionistas (conforme mencionado na Teoria da Agência), conferindo poder de controle proporcional ao capital investido.

Em contraponto ao Novo Mercado, cujo comprometimento com a Governança Corporativa já foi atestada pelo mercado, temos o chamado Mercado Tradicional, no qual são listadas todas as empresas que ainda não optaram por participar de nenhum nível de governança. O Mercado Tradicional segue as normas estabelecidas pela legislação contando atualmente com 252 companhias, segundo a lista disponibilizada no *site* da BM&F BOVESPA.

2.4 Sete Mitos da Governança Corporativa

Em 2011 Larcker e Tayan, professores da Escola de Negócios da Universidade de Stanford (*Stanford Graduate School Business*), elencaram em seu artigo denominado “Sete Mitos da Governança Corporativa” (*Seven Myths of Corporate Governance*) sete máximas disseminadas erroneamente acerca de práticas de governança corporativa concebidas como indubitáveis por acionistas e gestores de companhias.

Segundo o artigo, trata-se de concepções sem validação suficiente por parte de estudos empíricos, sendo potencialmente nocivas ao bom desenvolvimento das empresas e impelindo expectativas equivocadas aos agentes do mercado.

1. Estrutura da diretoria= Qualidade da diretoria
2. CEOs são sistematicamente mais bem pagos
3. Não existe pagamento por desempenho para compensar o CEO
4. As empresas estão preparadas para a sucessão dos CEOs
5. Regulação melhora a Governança Corporativa
6. Votos de recomendação são baseados em pesquisas rigorosas
7. As melhores práticas de governança são a solução

2.4.1 Mito 7 – As Melhores Práticas de Governança são a Solução

O presente artigo partirá do sétimo mito levantado por Larcker e Tayan (2011) para investigar empiricamente a existência de um melhor desempenho contábil por parte das empresas cujas boas práticas de Governança Corporativa vêm sendo ratificadas pelo mercado.

Os autores da Universidade de Stanford sinalizam como o mais destrutivo o mito de que as melhores práticas de governança seriam a melhor saída para que as companhias atinjam um melhor desempenho. Ressaltam ainda a impossibilidade de reduzir a um conjunto de normas e recomendações a complexidade das relações internas e externas como as que permeiam o mercado. O que tornaria utópico esperar que ações padronizadas possam conferir um bom desempenho às companhias, considerando o sucesso organizacional esteja

diretamente ligado ao planejamento, à execução da estratégia de mercado e, principalmente ao nível de comprometimento dos profissionais das corporações no processo de melhoria da governança.

3 REVISÃO DE LITERATURA

Por ser um tema bastante recorrente em pesquisas acadêmicas, a Governança Corporativa vem sendo exaustivamente testada em diversos cenários e sob os mais diversos critérios. No Brasil, vários pesquisadores testaram a relação entre a listagem no Novo Mercado e nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e a possibilidade de melhora no retorno das ações e na rentabilidade das empresas que aderem voluntariamente às exigências inerentes a cada nível de governança proposto pela BM&F BOVESPA.

Segue abaixo, no Quadro 1, um breve levantamento de trabalhos que seguem essa linha de pesquisa:

Quadro 1 – Revisão de Literatura de autores que testaram possíveis melhorias a partir da adesão aos NDGC da Bovespa

Autor	Objetivo	Considerações
Camargos e Barbosa (2006)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC da Bovespa sobre o comportamento das ações na Bovespa	A adesão aos NDGC não criou riquezas para os investidores no período analisado, mas aumentou a liquidez, sobretudo no longo prazo para PN e ON.
Alberton, Moletta e Marcon (2010)	Analisar o retorno nominal e o anormal a partir do modelo de mercado ajustado ao Ibovespa, se as empresas dos NDGC tiveram um melhor desempenho em relação ao MT entre Julho de 2008 e Abril de 2009 (Crise Financeira Mundial).	A adesão não resultou em blindagem contra a crise, considerando que a análise dos retornos mostrou um menor desempenho por parte das empresas listadas nos NDGC.
Ventura <i>et al</i> (2012)	Verificar a relação entre os níveis de GC da Bovespa (Novo Mercado e Níveis 1 e 2) os índices econômicos das empresas.	A listagem no Novo Mercado ou nos NDGC não influenciou no retorno da empresa.
Clemente <i>et al</i> (2014)	Analisar se o mercado de capitais no Brasil responde de maneira mais positiva às empresas com melhores práticas de governança corporativa.	A adesão e a migração das empresas aos NDGC aumentam seu compromisso com as práticas de governança corporativa, reduzindo o risco ao investidor.

Fonte: Elaboração própria

Apesar da heterogeneidade das pesquisas, percebe-se a argumentação dos autores citados no Quadro 1 quanto à falta de evidências suficientes para atestar a melhoria no retorno acionário (Camargos e Barbosa 2006; Alberton, Moletta e Marcon 2008) ou na rentabilidade (Ventura *et al* 2012), com exceção de Clemente *et al* (2014) que abordou em suas considerações a redução do risco já esperada em relação à adesão e/ou migração aos Níveis Diferenciados de GC.

4 METODOLOGIA

Tomando o sétimo mito levantado por Larcker e Tayan (2011) em seu artigo “Sete Mitos da Governança Corporativa” – As melhores práticas são a solução – como ponto de partida, o presente trabalho procurou estabelecer uma comparação do desempenho contábil de dois grupos de empresas utilizando o filtro estabelecido pelo mercado para classificar as empresas dispostas a cumprir os critérios mais rigorosos de Governança Corporativa segundo a BM&F BOVESPA: Novo Mercado e as de governança ainda não validada ou Mercado Tradicional com vistas a responder se, pelo menos ao que se refere ao desempenho contábil, as melhores práticas de governança são a solução.

Segundo Prodanov e Freitas (2013), a presente pesquisa pode ser classificada como dedutiva por partir da perspectiva macro (mercado) para a micro (Novo Mercado e Mercado Tradicional da BM&F BOVESPA), bibliográfica por ter como embasamento teórico referências já publicadas, e empírica por testar o nível de governança corporativa como hipótese de causa e a obtenção de maior rentabilidade como efeito. Em relação ao objetivo de estudo, enquadra-se como descritiva por estabelecer uma relação entre os índices de rentabilidade (variáveis de mensuração do desempenho contábil) e o nível de governança. A amostra utilizada foi de origem documental (base de dados Economática©) e o método de análise empregado foi quantitativo por consistir na análise de parâmetros estatísticos.

4.1 Amostra e Instrumento de coleta de dados

No total foram selecionadas as 132 empresas listadas no Novo Mercado até setembro de 2014 de acordo com o site da BM&F BOVESPA, e selecionadas de maneira aleatória, outras 132 pertencentes ao Mercado Tradicional dentre as empresas com cadastro na Bovespa sinalizado como “Ativo” no banco de dados.

Foram obtidos os valores referentes às contas do Ativo Total, LAJIR (Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda), Lucro Líquido e Receita Líquida de Vendas entre os anos de 2004 e 2013 a partir da base de dados da Economática©.

4.2 Índices de Rentabilidade

Considerada por Matarazzo (2007) uma das principais ferramentas gerenciais para tomadas de decisão nas empresas, a análise da rentabilidade fundamentada nas demonstrações contábeis pode ser traduzida em Índices de Rentabilidade, cujo objetivo segundo Assaf Neto e Lima (2010), é “avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões”.

Nesta pesquisa, serão abordados: Retorno Sobre o Ativo (RSA), Retorno Sobre Patrimônio Líquido (RSPL) e Margem Líquida sobre Vendas (MSV) entre os anos 2004 e 2013 (dez anos). Segue abaixo, a metodologia de cálculo dos índices utilizados:

4.2.1 Retorno Sobre o Ativo (RSA)

Indica quanto os ativos da empresa geraram de LAJIR, em outras palavras, demonstra a taxa percentual de rentabilidade do ativo.

$$RSA = \frac{LAJIR}{Ativo\ Total} \times 100$$

O LAJIR, numerador do RSA, é definido por Assaf Neto e Lima (2010) como o resultado originado unicamente por “decisões de ativos”, não sofrendo impacto da maneira pela qual a empresa financia suas atividades.

4.2.2 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)

Mensura a lucratividade do total de recursos investidos pelos proprietários ou acionistas na empresa (Assaf Neto e Lima 2010).

$$RSPL = \frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido} \times 100$$

Cabe salientar que apesar dos autores (Assaf Neto e Lima 2010; Matarazzo 2007) o conceito de “Ativo Total Médio” e “Patrimônio Líquido Médio” como denominador no cálculo do RSA, ROI e RSPL, respectivamente, nesta pesquisa foram utilizados os valores apresentados nas Demonstrações Financeiras Anuais Consolidadas das empresas que compõem a amostra.

4.2.3 Margem Sobre Vendas (MSV)

Apura a proporção das Receitas das Vendas realizada no resultado operacional, ou seja, quanto LAJIR foi gerado a partir das vendas líquidas.

$$MSV = \frac{LAJIR}{Receita\ Líquida\ de\ Vendas} \times 100$$

4.3 Instrumento de Análise dos Dados

A fim de mensurar se as empresas listadas no Novo Mercado obtiveram lucratividade superior às do Mercado Tradicional, foi testada a hipótese de pesquisa abaixo:

$H_1=$ A rentabilidade média das empresas listadas no Novo Mercado é significativamente superior à das empresas do Mercado Tradicional.

Considerando o tamanho da amostra (132 empresas do Novo Mercado e 132 do Mercado Tradicional) e o número de observações analisadas (1320 observações para cada

grupo) adotou-se o Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes, também conhecido como Z_{Teste} , calculado, segundo Benites (2007) por:

$$Z_{\text{Teste}} = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2)}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}$$

Sendo \bar{x}_1 média da Amostra 1; \bar{x}_2 média da Amostra 2; s_1^2 variância da amostra 1; s_2^2 variância da amostra 2; n_1 número de elementos da amostra 1; n_2 número de elementos da Amostra 2.

O nível de significância adotado foi de 5% para Z_{Teste} , que será unilateral. Ou seja, considerou-se a zona de rejeição situada apenas na cauda superior direita tendo em vista que as hipóteses de pesquisa levantadas, H_0 e H_1 , demonstram a intenção de investigar a semelhança ou diferença significativa entre as duas amostras. Logo, o valor da zona de rejeição para Z_{Teste} unicaudal será de 1,65, indicando que H_0 deverá ser aceita quando Z_{Teste} retornar valores até 1,65.

5 RESULTADOS

Com base nas informações coletadas da base de dados Economática© procedeu-se com os cálculos dos Índices de Rentabilidade das 264 empresas (132 de cada nível), e a partir dos valores resultantes desses índices foram elaboradas análises de correlação, evolução da média dos índices ano a ano, estatística descritiva das amostras mediante valores acumulados entre 2004 e 2013, e o Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes (“Teste Z”). Para o cálculo anual dos Índices de Rentabilidade foi atribuído $n=132$ para cada grupo de empresas, enquanto que no cálculo a partir dos valores acumulados nos dez anos analisados foi utilizado $n=1320$ observações, que corresponde à amostra de 132 empresas multiplicada pelos dez anos observados nos dois grupos.

5.1 Análise da Correlação entre as Amostras

Visando verificar o nível de correlação entre os índices de rentabilidade calculados para as duas amostras (Novo Mercado e Mercado Tradicional), procedeu-se com o cálculo do Coeficiente de Correlação de Pearson, que pode retornar qualquer valor entre -1 e 1, tendo como premissa a ideia de que um coeficiente de correlação negativo indica que os valores do intervalo analisado (neste caso, as 1320 observações feitas em cada grupo) aumentam ou diminuem em direções opostas (inversamente proporcionais) e um coeficiente positivo demonstra que os valores aumentam ou diminuem na mesma direção (diretamente proporcionais).

Tabela 1 – Matriz de Correlação entre Indicadores de Rentabilidade do Mercado Tradicional e Novo Mercado

	RSA NM	RSA MT	RSPL NM	RSPL MT	MSV NM	MSV MT
RSA NM	1					
RSA MT	-0,01	1				
RSPL NM	0,15	0	1			
RSPL MT	0,02	-0,04	0,01	1		
MSV NM	0,13	0	0,01	0	1	
MSV MT	-0,05	0,30	0	0	0	1

Fonte: Elaboração própria

Analisando-se o resultado obtido para o coeficiente de correlação do Retorno Sobre o Ativo das duas amostras, apresentado na Tabela 1 acima, é perceptível que a razão entre o LAJIR e o Ativo Total dos dois grupos evolui de maneira inversa, na proporção linear de -0,01. Por outro lado, na análise do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, obteve-se para o coeficiente de Pearson o valor de 0,01 demonstrando baixa proporção linear direta na relação estabelecida entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido das empresas dos dois grupos analisados.

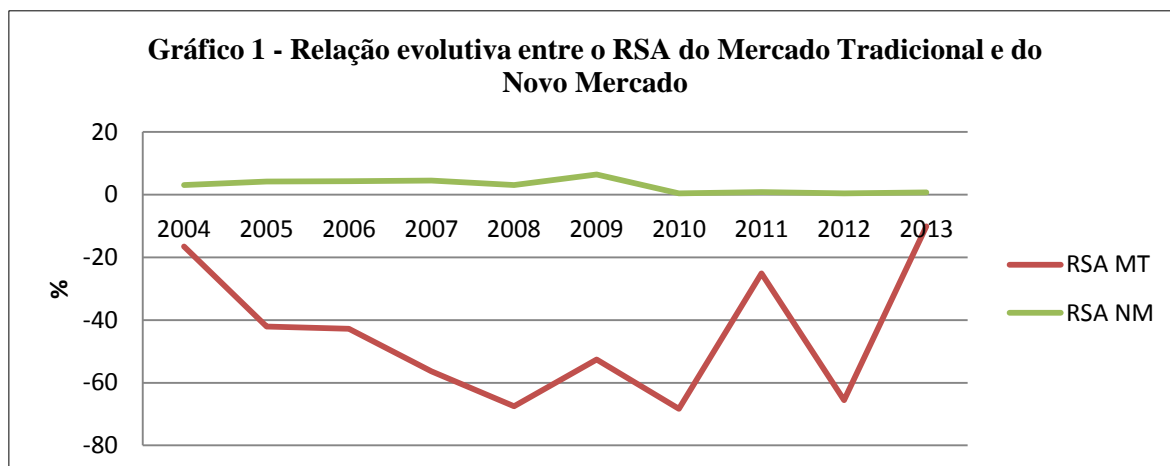
No que diz respeito à Margem Sobre Vendas, o cálculo da correlação das amostras retornou o valor zero, indicando que nesse caso não há correlação linear entre o LAJIR gerado pela Receita Líquida de Vendas das empresas listadas no Novo Mercado (NM) com o resultado obtido pelas empresas do Mercado Tradicional.

Ao verificar a correlação entre diferentes índices, percebe-se a correlação predominantemente nula na comparação de diferentes índices de diferentes grupos, com exceção da relação linear negativa verificada entre a Margem Sobre Vendas do Mercado Tradicional e Retorno Sobre o Ativo do Novo Mercado, fatos já esperados em virtude da diferença na metodologia de cálculo dos índices e da natureza dos dados considerados (Novo Mercado e Mercado Tradicional). Por outro lado, a comparação de diferentes índices de um mesmo grupo nota-se uma maior ocorrência de correlações positivas, uma vez que os índices comparados provêm da mesma amostra (NM ou MT). A correlação linear positiva entre Retorno Sobre o Ativo e a Margem Sobre Vendas de um mesmo grupo, merece atenção no sentido de corroborar a semelhança na metodologia de cálculo de ambos os índices, que utilizam o LAJIR como numerador.

Diante da reincidência significativa coeficientes de correlação cujo valor foi igual a zero, na Tabela 1 torna-se importante ponderar que apesar de correlações nulas serem consideradas estritamente teóricas, tais valores nesse caso foram diretamente influenciados pelo fato de que além da amostra analisada possui modo zero, conforme pode ser observado na Tabela 2 de Estatística Descritiva, há baixa covariância entre as amostras e alta variância dos dados coletados (parâmetros estatísticos considerados no cálculo do coeficiente de correlação de Pearson).

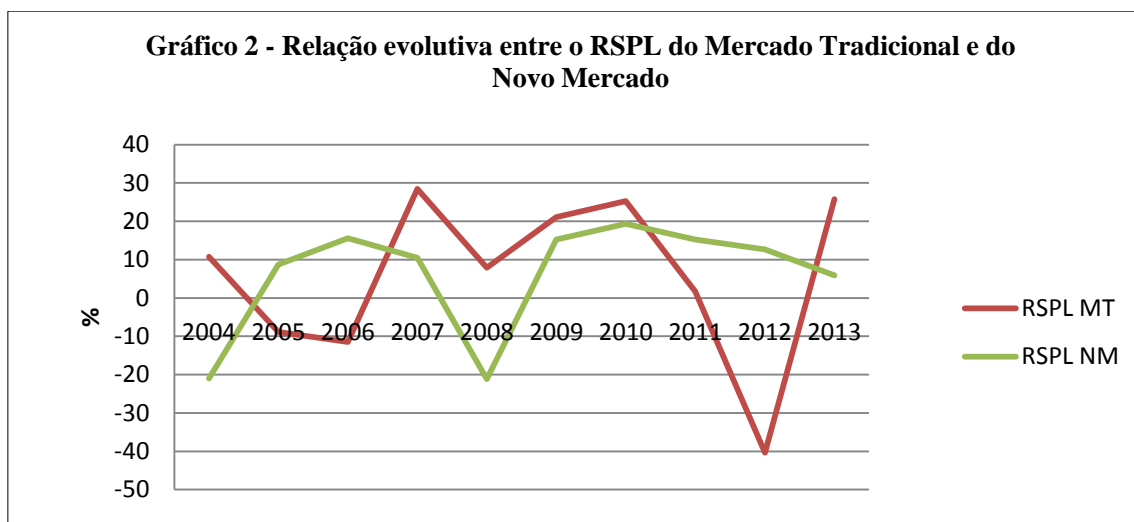
5.2 Análise Gráfica das Médias

Para uma melhor visualização inicial da diferença entre a rentabilidade média das empresas listadas no Novo Mercado e as empresas pertencentes ao Mercado Tradicional foram elaborados os gráficos de 1 a 3, que compreendem a média anual (ignorando o desvio padrão) do Retorno Sobre o Ativo, Retorno Sobre o Patrimônio Líquido e Margem Sobre Vendas, respectivamente, durante o período observado.



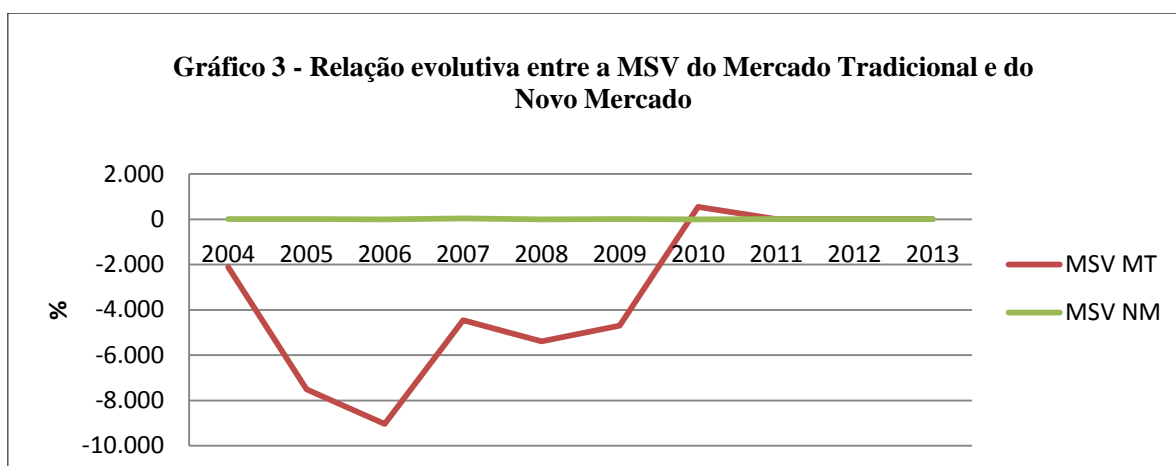
RSA: Retorno Sobre o Ativo
MT: Mercado Tradicional
NM: Novo Mercado

A partir da observação do Gráfico 1 (médias anuais do Retorno Sobre o Ativo) infere-se que no período compreendido entre 2004 e 2013 o Novo Mercado obteve, em média, retornos anuais superiores aos da amostra do Mercado Tradicional, que durante todo o período apresentou RSA médio negativo demonstrando prejuízo operacional por parte de algumas empresas que compõe a amostra, com melhora mais expressiva em 2013, quando atingiu valor próximo a zero.



RSPL: Retorno Sobre o Patrimônio Líquido
 MT: Mercado Tradicional
 NM: Novo Mercado

Em relação ao Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, o gráfico 3 mostra que o Novo Mercado e o Mercado Tradicional (amostra) apresentaram médias anuais bastante diferentes graficamente. Tanto as empresas com governança corporativa validada (NM), quanto as que ainda não obtiveram essa confirmação do mercado de sua GC obtiveram retornos predominantemente positivos, apresentando maior proximidade relativa nos anos de 2007, 2009 e 2010.



MSV: Margem Sobre Vendas
 MT: Mercado Tradicional
 NM: Novo Mercado

No tocante à Margem Sobre Vendas (MSV), que representa o retorno auferido a partir as vendas líquidas, pode-se notar, com base no gráfico 3, que no período analisado Novo

Mercado e Mercado Tradicional tiveram médias bastante diferenciadas graficamente entre 2005 e 2009, com predominância de retornos negativos por parte do Mercado Tradicional durante todo o período analisado. Em 2010 é possível observar o primeiro retorno positivo obtido pela amostra de empresas sem validação de GC (MT), seguida por dois anos de retornos positivos (2012 e 2013).

5.3 Estatística Descritiva

Tabela 2 – Estatística descritiva das 1320 observações entre 2004 e 2013 do Novo Mercado (NM) e Mercado Tradicional (MT)

	RSA (%)		RSPL (%)		MSV (%)	
	NM	MT	NM	MT	NM	MT
\bar{X}	2,80	-44,70	6,11	6,03	5,7	-3.264,91
Mediana	0	0	5,60	8,78	0	0
Modo	0	0	0	0	0	0
S	8,50	416,43	169,17	220,54	185,90	55.436,78
Mínimo	-64,51	-7.900	-5.141,71	-5.610,97	-3.358,83	-1.209.790
Máximo	97,36	330,44	1.303,23	2.835,61	4.530,20	134.348,33
n	1320	1320	1320	1320	1320	1320

Fonte: Elaboração própria

A partir dos indicadores calculados nas 1320 observações referentes ao período estudado, foi elaborada a Tabela 2 de estatística descritiva na qual são apresentadas as medidas estatísticas consideradas nesta pesquisa, tais como: Média (\bar{X}), Mediana, Modo (ou Moda), Desvio Padrão (S) e os valores máximos e mínimos obtidos dentre as observações.

Com base na Tabela 2 acima, é possível perceber a diferença das médias amostrais, principalmente no que se refere ao Retorno Sobre o Ativo e à Margem Sobre Vendas, indicadores nos quais o Novo Mercado apresenta valores positivos e o Mercado Tradicional retornos abaixo de zero. O Modo (ou Moda) foi zero para todos os indicadores de rentabilidade analisados, demonstrando a predominância de retornos nulos tanto para os dois grupos de empresas analisados durante o período compreendido entre 2004 e 2013. Em relação às medidas de dispersão (desvio padrão e variância) observou-se a grande variabilidade das amostras, sendo a Margem Sobre Vendas do Mercado a medida de lucratividade com maior desvio-padrão, decorrente da grande amplitude dos dados.

5.4 Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes (“Teste Z”)

Para o Teste Z foram utilizados valores dos Índices de Rentabilidade acumulados durante o de 2004 a 2013, portanto, considerou-se 1320 como o número de observações para o teste.

Tabela 3 - Teste Z considerando Novo Mercado e Mercado Tradicional como duas amostras independentes

Estatística	RSA	RSPL	MSV
$\bar{X}_1 - \bar{X}_2$	47,50	0,08	3270,6
N	1320	1320	1320
s^2	0,05	21,68	26,18
$\frac{\sqrt{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}$	11,46	7,65	1525,86
Z	4,14	0,01	2,14
Decisão	Aceitar H1	Não aceitar H1	Aceitar H1

Fonte: Elaboração própria

Adotou-se Novo Mercado como amostra 1 (n_1) e Mercado Tradicional como amostra 2 (n_2), e fez-se os cálculos de acordo com a fórmula para Z_{Teste} , tomando a decisão de Aceitar H1 para valores que se encontrem na zona de rejeição unilateral, ou seja, maiores que 1,65 e de Não aceitar H1 para valores abaixo desse ponto. Em outras palavras, a partir dos valores obtidos para “Z” pode-se verificar em quais Indicadores de Rentabilidade a hipótese alternativa deve ser aceita. A partir dos valores obtidos para “Z”, H1 não foi aceita para o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, entretanto foi aceita para os Indicadores de Rentabilidade: Retorno Sobre o Ativo e Margem Sobre Vendas.

A análise gráfica da evolução anual dos índices de rentabilidade demonstrou que as empresas do Novo Mercado obtiveram retornos médios superiores aos do Mercado Tradicional no tocante ao Retorno Sobre o Ativo e a Margem Sobre Vendas, porém em relação ao Retorno Sobre o Patrimônio Líquido não foi possível verificar superioridade, observando-se a possível existência de uma relação inversamente proporcional entre os retornos de ambos os grupos. Fatos corroborados quando foram considerados valores acumulados das 1320 observações década grupo para o “Teste Z”, a partir do qual aceitou-se a hipótese nula de superioridade do Novo Mercado em, relação ao Mercado Tradicional, penas para o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido.

6 CONCLUSÃO

Esta pesquisa teve como objetivo testar por meio de Indicadores de Rentabilidade (Retorno Sobre o Ativo, Retorno Sobre o Patrimônio Líquido e Margem Sobre Vendas) a possibilidade de igualdade significativa entre o desempenho contábil das empresas que se dispõem a seguir, voluntariamente, normas mais rígidas de governança com o das não listadas em nenhum Nível Diferenciado de Governança Corporativa (Mercado Tradicional).

Tal investigação foi trabalhada por meio da análise da Matriz de Correlação de Pearson entre as duas amostras, análise gráfica da evolução da diferença entre as médias amostrais entre 2004 e 2013, análise da estatística descritiva, e por último utilizou-se o Teste de Distribuição Normal para Duas Amostras Independentes Unilateral (“Teste Z”) para tomar a decisão de aceitar ou não a hipótese alternativa (H1).

Com base na avaliação dos valores obtidos a partir do “Teste Z”, conclui-se que as empresas cuja governança já foi atestada pelo mercado (Novo Mercado) podem obter melhor desempenho contábil no que diz respeito ao Ativo Total e à Receita Líquida Sobre Vendas. Entretanto, tal superioridade de rentabilidade não se confirma na análise do indicador mais completo apresentado nessa pesquisa, o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, que permite analisar o panorama geral de lucratividade da empresa por refletir não apenas o retorno sobre os bens e direitos da organização (Ativo Total), nem tampouco apenas o resultado operacional obtido pelas vendas, uma vez que consiste na relação entre o Lucro Líquido e o total de recursos próprios da empresa, líquidos das obrigações (Ativo Total – Passivo Total= Patrimônio Líquido), refletindo assim decisões de cunho operacional e financeiro da organização.

É relevante ponderar que, de fato, as melhores práticas de governança corporativa não são a solução, mas podem ter reflexos positivos na rentabilidade média das empresas que se submetem a normas mais rígidas de Governança Corporativa. Mediante a observação dos valores de “Z” a adesão ao Novo Mercado não garante melhor desempenho contábil, dada a complexidade das variáveis envolvidas no processo de contabilização dos lucros e elementos patrimoniais utilizados nos cálculos dos índices e das relações entre as empresas e seus *stakeholders*, conforme preconizam Larcker e Tayan (2011).

Dado o número de observações considerado neste estudo, não foram feitas análises sobre o Retorno Sobre Investimentos (RSI ou ROI), tendo em vista que apesar da sua grande importância tal indicador é calculado pela razão entre LAJIR e Ativo Operacional, devendo este último ser mensurado levando-se em consideração os passivos onerosos da entidade e informações complementares sobre investimentos, publicadas em Notas Explicativas, segundo Matarazzo (2007). Portanto, dado o objetivo limitado da presente pesquisa, optou-se por focar em indicadores de lucratividade expressos substancialmente nas demonstrações contábeis das empresas selecionadas na amostra.

Este trabalho não pretende encerrar a discussão acerca da relação entre boas práticas de governança e para futuros estudos sugere-se que os dados sejam trabalhados de maneira estratificada por setores da economia, a fim de captar as peculiaridades na formação do lucro das empresas listadas no Novo Mercado, ou ainda um estudo mais detalhado utilizando a data de adesão ao Novo Mercado como um dos filtros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBERTON, Anete; MOLLETA, Antônio Miguel Cavalheiro; MARCON, Rosilene. *Os níveis diferenciados de Governança Corporativa blindam as firmas contra crises financeiras?* Uma análise da crise financeira de 2008. *Revista Pensar Contábil*, v. 13, n. 51, p. 56-64, Maio-Agosto, 2011.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. *Fundamentos de Administração Financeira*. Editora Atlas, São Paulo, 2010.

BENITES, Rossana Fraga. *Teste de Hipóteses com Duas Amostras*. Faculdade de Matemática, Departamento de Estatística, Pontifícia Universidade Católica – PUCRS, 2007. Disponível em:
<http://www.pucrs.br/famat/rossana/psicologia/Aula14_teste_duas_amostras.pdf>. Acesso em: 01.10.2014.

BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens. *Eficiência, previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais: teoria e evidências*. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 1, nº 7, p. 71-85, 2º Tri./1998.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. *Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa*. 30º Encontro da ANPAD, Salvador, Bahia, Setembro de 2006.

CARVALHO, Antônio Gledson de. *Governança corporativa no Brasil em perspectiva*. *Revista de Administração*, São Paulo v.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.

CLEMENTE, Ademir; ANTONELLI, Ricardo Adriano; SCHERER, Luciano Márcio; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. *O Mercado Brasileiro Precifica a Adesão e a Migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa?* *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v.11, nº 2, p.140-152, abril/junho 2014.

Fonte: Revista Forbes. Disponível em:
<<http://www.forbes.com/sites/susanadams/2014/10/09/the-best-business-schools-for-career-prospects-2015/>> Acesso em: 19.11.2014.

Fundação sem fins lucrativos que fornece orientação acadêmica e elabora um ranking anual das melhores universidades dos Estados Unidos. Disponível em:
<<http://www.princetonreview.com>> Acesso em: 19.11.2014.

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F. Van. *Teoria da contabilidade*. Antônio Zoratto Sanvicente (trad.). Tradução de: *Accounting theory*. Editora Atlas, São Paulo, 1999.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: 15.08.2014.

LARCKER, David; TAYAN, Brian. *Seven Myths of Corporate Governance*. Stanford Graduate School Business, 2011. Disponível em:
<http://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/16_Myths.pdf> Acesso em: 26.07.2014.

MALUF FILHO, J. A. *Eficiência do mercado de opções da Bolsa de Valores de São Paulo*. Revista de Administração, São Paulo, FEA/USP, v. 26, n. 3, p. 12-22, jul.-set. 1991.

MATARAZZO, Dante C. *Análise Financeira de Balanços*, 6ª edição, Editora Atlas, São Paulo 2007.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. *Metodologia do trabalho científico* [recurso eletrônico]: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico, 2ª. Edição, Universidade Feevale, Novo Hamburgo, Rio Grande do Sul, 2013.

Segmentos de listagem BM&F BOVESPA. Disponível em:
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>> Acesso em 15.08.2014.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* – Dissertação de Mestrado USP. São Paulo, 2002.

VENTURA, Ana Flávia Albuquerque; SANTOS, Valterlin da Silva; VENTURA JÚNIOR, Raul; FIRMINO, Rafaelle Gomes. *A Relação dos Níveis de Governança Corporativa e Índices de Rentabilidade Econômica*. REUNA, v.17, n.3, p.73-84, Jul/Set. 2012, Belo Horizonte, Minas Gerais.