

# A RELAÇÃO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E ÍNDICES DE RENTABILIDADE ECONÔMICA

## THE RELATION BETWEEN THE LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE AND ECONOMIC PROFITABILITY

### Ana Flávia Albuquerque Ventura

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil.

Endereço: R. Sinfrônio Nazaré, 38. Centro, 58800-240 - Sousa, PB – Brasil. Fone: +55(83)3521 3234  
Email: af.ventura@yahoo.com.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5665455575793202>

### Valterlin da Silva Santos

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil.

Endereço: R. Sinfrônio Nazaré 38, Centro. 58800-240 - Sousa, PB – Brasil. Fone: +55(83) 35213232  
Email: valterlin@yahoo.com.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4740303724015282>

### Raul Ventura Júnior

Faculdade Maurício de Nassau, Brasil.

Endereço: Av. Presidente Epitácio Pessoa, 1201. Bairro dos Estados. 58030-000 João Pessoa, PB – Brasil. Fone: +55(083)2107 5959  
Email: rjventura@yahoo.com.br - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9846760421271454>

### Rafaelle Gomes Firmino

Universidade Federal de Campina Grande, Brasil.

Endereço: R. Sinfrônio Nazaré, 38. Centro, 58800-240 - Sousa, PB – Brasil. Fone: +55(83)3521 3234  
Email: rafaelle1011@hotmail.com - Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4031192599631142>

**Submissão:** 21 Mar 2012. **Aprovação:** 01 Out. 2012. **Última revisão:** 14 Nov. 2012. **Publicação:** 30 Nov. 2012. **Sistema de avaliação:** *Double blind review*. Centro Universitário UNA, Belo Horizonte - MG, Brasil. Editor geral Prof. Dr. Mário Teixeira Reis Neto, Co editora Prof<sup>a</sup>. Dra. Wanyr Romero Ferreira

**Agencia de financiamento:** CNPq

### Resumo

As práticas de governança corporativa foram intensificadas com a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA, a nova Lei das Sociedades por Ações, o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e dos fundos de pensão. Nesse sentido, este trabalho teve por objetivo analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices de rentabilidade econômica das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Para tal, procedeu-se a consulta no *site* da BM&FBOVESPA, do qual, através do Balanço Patrimonial e da Demonstração dos Resultados do Exercício consolidado, foram retirados os valores referentes ao ano de 2010, necessários para calcular os índices de rentabilidade. Com base nos valores das vendas líquidas, do ativo, do lucro líquido e do patrimônio líquido das empresas foram calculados os índices de rentabilidade: giro do ativo, margem líquida, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido para cada empresa estudada. O resultado da pesquisa mostra que os valores ~~Z~~ para todos os índices de rentabilidade estão entre a faixa de -1,96 e 1,96, logo se aceita a hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade médios dos níveis de governança

das empresas. Isso é, independentemente do segmento de listagem a que a empresa pertença, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, através dos cálculos realizados, permite-se dizer que não irá influenciar no retorno da empresa.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Níveis de Governança Corporativa; Índices Econômicos.

### **Abstract**

The corporate governance practices were intensified with the creation of the New Market of the Stock Exchange of São Paulo - BM & FBOVESPA, the new Law of Corporations, the Code of the Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC), the recommendations of the Securities Commission (CVM), the activism of the National Bank for Economic and Social Development (BNDES) and the pension funds. Thus, this study aimed to examine the relationship between levels of corporate governance and the economic profitability ratios of the companies listed on the BM & FBOVESPA. For this, we proceeded to query the site of BM & FBOVESPA, in which through the Balance Sheet and Income Statement for the Year Consolidated, were removed from the figures for the year 2010, required for to calculate the profitability indices. Based on the values of net sales, assets, net income and shareholders' equity of companies were calculated profitability ratios: asset turnover, net margin, return on assets and return on equity for each company studied. The research result shows that the values for all profitability indices are within the range of -1.96 to 1.96, so one accepts the null hypothesis that there are no significant differences between the indexes of return average of the levels of governance companies. That is, regardless of what the listing segment and company owned, Novo Mercado, Level 2 or Level 1, through calculations made, lets say that will not affect the company's return.

**Key-words:** Corporate Governance; Levels of Corporate Governance; Economic Indices.

## **1. Introdução**

O crescimento econômico do país e a globalização têm influenciado o mercado de capitais, no qual a quantidade de investidores aumenta cada vez mais. Estes, por sua vez, buscam informações, como relatórios contábeis, ética e transparência na gestão empresarial, realização de auditorias, como também a existência dos conselhos fiscal e de administração.

As práticas de governança corporativa advindas do aumento dos investimentos estrangeiros e do avanço de empresas brasileiras no exterior elevaram-se consideravelmente, ocasionando diversas iniciativas de órgãos brasileiros, entre elas, a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a nova Lei das Sociedades por Ações, o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e dos fundos de pensão.

A Bovespa, em dezembro de 2000, lançou segmentos especiais de listagem das empresas, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Assim, foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais), aos quais as empresas listadas na Bolsa pudessem, voluntariamente, aderir.

As regras contidas nos níveis de governança corporativa vão além das exigidas pela Lei das sociedades por Ações. Com isso, elas diminuem o risco dos investidores, devido aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e a uma maior transparência, que reduzem a assimetria de informação entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado.

Silva e Leal (2007) comentam que uma boa estrutura de governança deve minimizar os conflitos e os custos de agência e maximizar o valor da empresa. Já Silveira (2004) afirma que toda discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Nesse sentido, este trabalho visa a responder a seguinte questão de pesquisa: qual a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na BM&F BOVESPA? O objetivo deste trabalho é analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa. Esse objetivo será trabalhado nos seguintes aspectos: relacionar e classificar as empresas por nível de governança, calcular, através das informações divulgadas, comparar os índices de rentabilidade médios de cada nível de governança através de testes de hipóteses.

O presente estudo justifica-se pelo fato de verificar se o fato de uma empresa ser listada como Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 ou Bovespa Mais irá influenciar no seu desempenho e, conseqüentemente, no seu resultado.

O trabalho está estruturado em seis partes, inicia-se com a introdução. No capítulo seguinte, faz-se um arcabouço teórico sobre o tema a ser analisado. O terceiro capítulo explica a metodologia a ser trabalhada, em seguida, faz-se a discussão e análise dos dados e, ao final da pesquisa, são realizadas as considerações finais, seguidas das referências bibliográficas que fundamentaram este artigo.

## **2. Governança Corporativa**

O estudo de Berle e Means (1932) trouxe grande repercussão sobre a governança corporativa que comprovou uma mudança significativa na estrutura societária das empresas norte-americanas, cuja base acionária passou a se apresentar mais dispersa.

A governança corporativa refere-se às regras que governam a estrutura e o exercício de poder e de controle na companhia. A sociedade por ações está dividida em diversos órgãos, como assembleia-geral de acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.

Os órgãos de uma sociedade por ações visam a garantir a democracia na tomada de decisões, pois suas deliberações afetam os interesses de diversos stakeholders. Podemos classificar esses órgãos em três categorias: deliberativa, que expressa a vontade da sociedade (assembleia-geral), executiva, que realiza a vontade social (administração) e controladora, que fiscaliza a fiel execução da vontade social (conselho fiscal). (SILVA, 2006, p. 36)

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa diz respeito ao modo pelo qual os financiadores das empresas podem assegurar-se de receber um retorno sobre seus investimentos. Há uma preocupação na relação entre o principal e o agente.

Nesse mesmo sentido, Gilson (2000) comenta que o sistema de governança estabelece os procedimentos de um contrato de acionistas, os quais mencionam que os administradores têm autonomia para gerir os negócios da companhia e os acionistas devem receber o lucro resultante das operações da empresa. Os investidores e o gerente assinam um contrato que especifica o que o gerente faz com a verba e como os retornos são divididos entre ele e os financiadores. Idealmente, eles assinam um contrato completo, que especifica exatamente o

que o gerente faz e como os lucros são atribuídos. Porém, na prática, podem ocorrer eventos que não estejam especificados nos contratos, devido aos problemas em projetar seu contrato, o gerente e o financiador têm que alocar o controle residual de direitos, ou seja, o direito de tomar decisões em circunstâncias que não estavam previstas no contrato.

Segundo Grossman e Hart (1986), a importância da governança corporativa aplica-se na dificuldade de serem redigidos contratos completos, que prevejam todas as contingências possíveis. Nesse sentido, é necessário que os financiadores da firma estabeleçam direitos residuais de controle para que possam ser tomadas decisões diante de situações não previstas anteriormente no contrato.

Mediante essas definições, pode-se inferir que a governança corporativa representa um conjunto de princípios e práticas com o propósito de reduzir os prováveis conflitos de interesse entre os stakeholders, a fim de reduzir o custo de capital e aumentar tanto o valor da empresa quando o retorno aos seus acionistas.

Conforme Silva (2006), nos últimos dez anos, a governança corporativa vem evoluindo, pois é crescente a pressão do mercado pela adesão das empresas às boas práticas de governança. Com isso, alguns órgãos realizaram as seguintes ações: criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa); a nova Lei das S.A.; o código de boas práticas do IBGC; as recomendações da CVM sobre governança corporativa; o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); a edição de códigos de boa governança pelos fundos de pensão.

Senhoras, Takeuchi e Takeuchi (2006, p. 5) consideram que:

A adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas brasileiras é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é fundamental para o crescimento e competitividade internacional das próprias companhias. Como o desenvolvimento econômico do Brasil depende da competitividade das suas empresas, o aprimoramento das práticas de governança corporativa deve ser visto como tema obrigatório entre as políticas governamentais.

Para Shleifer e Vishny (1997), a adoção de regras como governança corporativa é que possibilita captar capital externo a custos menores, pois quem aplica seu capital espera obter retorno sobre o mesmo, com o menor risco. Outrossim, Macedo, Mello e Filho (2006, p. 4) consideram que “empresas com elevados padrões técnicos e éticos de Governança Corporativa valem mais do que aquelas que não se preocupam com esse aspecto fundamental para sua gestão”.

Em dezembro de 2000, a Bovespa implantou níveis diferenciados de governança corporativa que foram desenvolvidos para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse simultaneamente o interesse dos investidores e a valorização das companhias. As companhias listadas nesses segmentos comprometem-se a realizar melhorias nas práticas de governança corporativa, ampliando os direitos dos acionistas minoritários e aumentando a transparência das informações divulgadas no mercado.

A BM&F BOVESPA, com a finalidade de atrair novos investidores e novas empresas, através de regras rígidas de governança corporativa, criou os segmentos de listagem do mercado de ações, tais como: Novo Mercado (nível de maior exigência), Nível 2 (nível intermediário), Nível 1 e Bovespa Mais (menor nível). Essas regras vão além das exigidas pela Lei das S.A., por conseguinte melhoram a avaliação das empresas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem, tendo em vista que essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias.

A adesão aos níveis de governança corporativa representa vantagem para as empresas e, também, para os investidores, pois estes terão mais segurança ao comprar uma ação

ocasionada pelo aumento da transparência, o que irá acarretar uma compra com menor risco. Por outro lado, as empresas que aderem aos segmentos terão o benefício de conseguir uma melhor precificação em suas ações.

Os compromissos presentes no regulamento de listagem dos segmentos têm de ser aprovados em assembleias-gerais e incluídos no estatuto social da companhia. Além disso, os controladores e administradores devem assinar um contrato entre a BM&F BOVESPA e a empresa, fortalecendo a exigibilidade do cumprimento das regras. (SILVA, 2006)

Para ser classificada como Novo Mercado, a companhia deve cumprir todas as exigências presentes nos Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais e, além disso, emitir apenas ações ordinárias, estendendo a todos os acionistas o direito de voto e iguais condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia.

Segundo a BM&F BOVESPA, a adesão aos segmentos de governança corporativa é voluntária, requerendo assinatura de um contrato, em que os responsáveis pela companhia comprometem-se a seguir as regras impostas. E, mesmo que uma empresa siga as regras da governança corporativa, mas não tenha registrado a adesão, isso é, assinado o contrato, ela não será classificada. Portanto a adesão aos níveis de listagem da Bovespa é uma atitude que deve partir da empresa, em que esta se compromete a seguir as boas práticas da governança corporativa. A seguir, o QUADRO 1 apresenta as especificações de cada segmento de listagem:



QUADRO 1: Regras dos Segmentos de Listagem

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON 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)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	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)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	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 (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	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 (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&amp;F BOVESPA (2011)

### 3 Metodologia

O universo da pesquisa são as empresas listadas na BM&FBOVESPA como Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Constatou-se que há 124 empresas listadas como Novo Mercado, 19 empresas com Nível 2, 38 como Nível 1 e 2 empresas como Bovespa Mais.

Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações, segundo o *site* da BM&FBOVESPA, possuem “regras rígidas de governança corporativa”. Estas vão além das obrigações impostas pela Lei das Sociedades por Ações e melhoram a avaliação das companhias, que decidem aderir de forma voluntária. Sendo classificadas em Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2), Nível 1 (N1) e Bovespa Mais (MB).

Em virtude de algumas empresas não apresentarem os demonstrativos contábeis consolidados e por o segmento Bovespa Mais ter apenas 2 empresas listadas, optou-se trabalhar com as empresas listadas como Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Dessa forma, a amostra da pesquisa foi 113 empresas listadas como Novo Mercado, 15 listadas como Nível 2 e 24 como Nível 1, totalizando um estudo em 152 empresas.

Com base nos valores das vendas líquidas, do ativo, do lucro líquido e do patrimônio líquido das empresas foram calculados os índices de rentabilidade: giro do ativo, margem líquida, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido para cada empresa estuda.

Quanto à coleta de dados, procedeu-se a consulta no *site* da BM&FBOVESPA, em que através do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício consolidados. Foram retirados os valores referentes ao ano de 2010, necessários para calcular os índices de rentabilidade.

Os índices de rentabilidade visam a mostrar a eficiência dos resultados obtidos em relação aos capitais investidos, isso é, indicam o grau de êxito econômico da empresa (REIS, 2009; IUDÍCIBUS, 2010; MATARAZZO, 2010). Em que foram utilizados os índices abaixo:

- Giro do Ativo – indica o retorno sobre o investimento.

$$GA = \frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$$

- Margem Líquida – fornece o percentual do lucro que a empresa está obtendo em relação as suas vendas.

$$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$$

- Rentabilidade do Ativo – indica a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais.

$$RA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$$

- Rentabilidade do Patrimônio Líquido – indica quanto a empresa obteve de lucro em relação ao capital próprio investido.

$$RPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

Para cada nível de governança, foram calculadas as estatísticas: média, mediana, variância, desvio padrão e coeficiente de variação.

Para verificar se existe diferença significativa nos índices de rentabilidade médios dos níveis de governança das empresas foi utilizado o teste de hipótese de igualdade de médias populacionais (BRUNI, 2008), sendo elaboradas as seguintes hipóteses:

H0 – Não existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade médios dos níveis de governança das empresas.

H1 – Existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade médios dos níveis de governança das empresas.

Como a quantidade de elementos para a realização do teste de hipótese é maior do que 30, usa-se a distribuição Normal, sendo a estatística do teste de hipótese  $Z_{teste}$  calculada por:

$$Z_{teste} = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}}}$$

Sendo  $\bar{x}_1$  a média da amostra 1;  $\bar{x}_2$  a 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;

Considerando um nível de confiança de 95% tem-se que o valor  $Z_c$  é igual a  $\pm 1,96$ , ou seja, caso o valor de  $Z_{teste}$  seja maior que 1,96 ou menor que -1,96 devemos rejeitar a hipótese nula (H0) e aceitar a hipótese alternativa (H1), caso contrário, se  $-1,96 < Z_{teste} < 1,96$ , se aceita a hipótese nula.

#### 4 Resultados da Pesquisa

Como a pesquisa teve seu escopo limitado a analisar a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa referente ao ano de 2010, foi coletada uma amostra de 113 empresas listadas como Novo Mercado, 15 listadas como Nível 2 e 24 como Nível 1, totalizando em 152 empresas.

As TAB. 1 a 4 apresentam as estatísticas dos índices de rentabilidade para cada nível de governança.

TABELA 1 – Estatística do índice Giro do Ativo

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Média	0,65	0,56	0,53
Mediana	0,46	0,59	0,49
Variância	0,37	0,13	0,10
Desvio-padrão	0,60	0,36	0,32
Coeficiente de variação	0,93	0,64	0,60

Fonte: Dados da pesquisa, 2011.

TABELA 2 – Estatística do índice Margem Líquida

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Média	-11,6%	12,6%	16,1%
Mediana	10,2%	7,3%	9,6%
Variância	284,0%	2,3%	3,8%
Desvio-padrão	168,5%	15,1%	19,4%
Coeficiente de variação	-14,47	1,20	1,21

Fonte: Dados da pesquisa, 2011.

TABELA 3 – Estatística do índice de Rentabilidade do Ativo

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Média	7,8%	4,1%	5,4%
Mediana	5,7%	4,9%	5,0%
Variância	3,8%	0,1%	0,2%
Desvio-padrão	19,4%	3,3%	4,0%
Coeficiente de variação	2,49	0,79	0,74

Fonte: Dados da pesquisa, 2011.

TABELA 4 – Estatística do índice Rentabilidade do Patrimônio Líquido

ESTATÍSTICA	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Média	20,1%	10,9%	12,3%
Mediana	12,9%	9,2%	12,2%
Variância	54,9%	0,9%	0,5%
Desvio-padrão	74,1%	9,3%	6,8%
Coeficiente de variação	3,69	0,85	0,55

Fonte: Dados da pesquisa, 2011.

Nota-se que, em média, os índices referentes ao segmento de listagem da BM&F BOVESPA, Novo Mercado, são maiores do que dos outros segmentos. A exceção é do índice Margem Líquida que apresenta valor negativo devido ao desempenho das empresas HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A e PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A, que apresentaram, respectivamente, uma Margem Líquida de -913% e -1173%, influenciando assim no valor da média, entretanto o valor da mediana do índice é positivo, sendo esse o valor mais representativo.

Observa-se que o valor do coeficiente de variação dos índices de rentabilidade do nível de governança Novo Mercado é bem maior do que dos outros níveis, isso indica que há uma grande variabilidade nos valores dos índices de rentabilidade para esse nível de governança, ou seja, as empresas listadas nesse nível de governança apresentam valores dos índices de rentabilidades bem mais dispersos em relação à média do que as empresas listadas em Nível 1 ou Nível 2.

Os valores do  $Z_{teste}$  para cada índice de rentabilidade podem se observados nas TAB. 5 a 8.

TABELA 5 – Valores do  $Z_{teste}$  para o índice Giro do Ativo

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2
NÍVEL 2	0,87	-
NÍVEL 1	1,41	0,25

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em dados da pesquisa.

TABELA 6 – Valores do  $Z_{teste}$  para o índice Margem Líquida

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2
NÍVEL 2	-1,50	-
NÍVEL 1	-1,71	-0,64

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em dados da pesquisa.

TABELA 7 – Valores do  $Z_{teste}$  para o índice Rentabilidade do Ativo

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2
NÍVEL 2	1,86	-
NÍVEL 1	1,20	-0,08

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em dados da pesquisa.

TABELA 8 - Valores do  $Z_{teste}$  para o índice Rentabilidade do Patrimônio Líquido

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2
NÍVEL 2	1,29	-
NÍVEL 1	1,13	-0,05

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em dados da pesquisa.

Observa-se que os valores  $Z_{teste}$  para todos os índices de rentabilidade estão entre a faixa de -1,96 e 1,96, logo se aceita a hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre os índices de rentabilidade médios dos níveis de governança das empresas, isso é, independentemente do segmento de listagem a que a empresa pertença, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, através dos cálculos realizados, permite-se dizer que não irá influenciar no retorno da empresa.

## 5 Considerações Finais

O trabalho visou a responder a questão de pesquisa sobre a relação entre os níveis de governança corporativa e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa. Seu objetivo principal foi analisar a relação entre os níveis de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) e os índices econômicos das empresas listadas na Bovespa, a fim de saber se o fato de uma empresa cumprir as regras que cada tipo de segmento impõe iria influenciar no retorno que a empresa obtém através de atividades realizadas.

Assim, o objetivo da pesquisa foi trabalhado nos seguintes aspectos: relacionar e classificar as empresas por nível de governança; calcular, através das informações divulgadas, comparar os índices de rentabilidade médios de cada nível de governança através de testes de hipóteses.

De acordo com o site da BM&F BOVESPA (2011), as empresas que aderem, voluntariamente, aos segmentos de listagem estão sujeitas a obter alguns benefícios, tais como: maior precisão na precificação de ações, melhora no processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários, redução de risco, maior transparência, entre outros.

Mediante a abordagem realizada neste estudo, pode-se concluir que apesar do nível de governança Novo Mercado apresentar valores maiores do que os outros níveis de governança, conclui-se que não há diferença significativa entre as médias dos índices de rentabilidade dos níveis de governança.

Nota-se uma grande variabilidade de valores índices de rentabilidade do nível de governança Novo Mercado, logo as empresas listadas nesse nível apresentam desempenhos bastante diferentes. Em suma, independentemente do segmento de listagem a que a empresa pertença, Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, através dos cálculos realizados, permite-se dizer que não irá influenciar no retorno da empresa.

Entretanto, não se encerram os questionamentos acerca dos segmentos de listagem da governança corporativa, podem-se utilizar outras variáveis a fim de aprofundar mais nesse assunto. Mas cabe destacar que a utilização das Boas Práticas de Governança Corporativa é uma ferramenta que auxilia na qualidade da empresa.

## Referências

- BRUNI, Adriano Leal. *Estatística Aplicada à Gestão Empresarial*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GILSON, D. Transparency, corporate governance and capital markets. *Latin American Corporate Governance Roundtable*. São Paulo, 2000.
- GROSSMAN, S.; HART, O. The Costs and Benefits of Ownership: a theory of vertical integration. *Journal of Political Economy*, v. 94, p. 691-719, 1986.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de Balanços*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MACEDO, F. de Queiroz; MELLO, G. Ribeiro de; FILHO, F. Tavares. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a Percepção de Risco e Retorno das Ações pelo Mercado. In: CONGRESSO USP, 13, 2006, São Paulo. *Anais...* São Paulo, 2006.
- MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- REIS, A. C. de Rezende. *Demonstrações Contábeis: estrutura e análise*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2009.
- SENHORAS, E. M.; TAKEUCHI, K. P.; TAKEUCHI, K. P. A Importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: Um Estudo Internacional Comparado. In: III Seget – Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia, 2006, Resende. *Anais...*Resende: AEDB, 2006.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, v 52, n.2, p. 737-783, 1997
- SILVA, André Luiz Carvalhal da. *Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma*. São Paulo: Saraiva, 2006.
- SILVA, André L. C. da; LEAL, Ricardo P. C. (Org.). *Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Comparativos de Segmentos de Listagem. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp) Acesso em: dezembro/2011.

Novo Mercado. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_novo-mercado.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp).

Acesso em: dezembro/2011.

Nível 1. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-1.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp).

Acesso em: dezembro/2011

Nível 2. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_nivel-2.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp).

Acesso em: dezembro/2011

Bovespa Mais. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_bovespa-mais.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp). Acesso em: dezembro/2011