



www3.unicentro.br

Revista Capital Científico – Eletrônica (RCCe)

ISSN 2177-4153

Disponível em: revistas.unicentro.br/index.php/capitalcientifico/index



www3.unicentro.br/ppgadm/

Níveis diferenciados de governança corporativa: impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas

Differentiated levels of corporate governance: impact on market value and economic and financial performance of enterprises

Lívia Maria da Silva Santos¹, Risolene Alves de Macena Araújo²,
David Nunes de Medeiros³ e Wenner Glaucio Lopes Lucena⁴

¹ Universidade Federal da Paraíba, Brasil, Doutoranda em Contabilidade, e-mail: livia.marias@hotmail.com

² Faculdade de Ensino Superior do Nordeste, Brasil, Mestrado em Ciências Contábeis, e-mail: risolenee@hotmail.com

³ Faculdade Maurício de Nassau, Brasil, Mestrado em Ciências Contábeis, e-mail: dnunesm@hotmail.com

⁴ Universidade Federal da Paraíba, Brasil, Doutorado em Ciências Contábeis, e-mail: wdlucena@yahoo.com.br

Recebido em: 07/11/2018 - Revisado em: 15/01/2019 - Aprovado em: 07/03/2019 - Disponível em: 01/04/2019

Resumo

A Governança Corporativa surgiu como forma de mitigar a distância entre os investidores e gestores, através de uma maior transparência, garantindo uma maior proteção aos acionistas, segundo as práticas indicadas pelo IBGC. Dessa forma, ao adotar práticas de Governança Corporativa, as organizações estão maximizando seu valor, ao longo do tempo, melhorando o desempenho econômico-financeiro, haja vista o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor das organizações e alinhar interesses de partes conflitantes. O presente artigo objetiva verificar o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado. A amostra foi composta por 18 empresas listadas na BM&FBOVESPA, cuja seleção ocorreu em função da migração de um nível para outro de governança, nos períodos de 2002 à 2013. Para análise dos dados, foi aplicado o teste de média *T student* emparelhado, que conduziu a não rejeição da hipótese H_1 (as médias das variáveis endividamento, retorno sobre o ativo, lucro por ação e valor de mercado, no período anterior e posterior à mudança de nível de governança corporativa, não são iguais); e o teste *t* de *student*, com amostras independentes, que não refutou a hipótese H_2 (as médias dos indicadores calculados nas empresas que mudaram de nível de governança não são iguais às médias das empresas do setor).

Palavras-chave: Governança Corporativa; Níveis diferenciados; Econômico-financeiro; Valor de Mercado.

Abstract

The Corporate Governance emerged as a way to mitigate the distance between investors and managers, through greater transparency, ensuring greater protection to shareholders, according to the practices indicated by the IBGC. Thus, by adopting Corporate Governance practices, organizations are maximizing their value, over time, by improving economic and

financial performance, in order to induce decision makers to have attitudes to maximize the value of organizations and align interests of conflicting parties. The present article aims to verify the impact that the change of a company, from a differentiated level of corporate governance to another, causes in its economic-financial performance and in its market value. The sample consisted of 18 companies listed on the BM&FBOVESPA, whose selection was due to the migration from one level to another of governance, from 2002 to 2013. For the analysis of the data, the paired student T mean test was applied. the non-rejection of the H1 hypothesis (the averages of the variables indebtedness, return on assets, earnings per share and market value, in the period before and after the change in corporate governance level, are not equal); and the Student's t test with independent samples, which did not refute the H2 hypothesis (the means of the indicators calculated in the companies that changed the level of governance are not equal to the averages of the companies of the sector).

Keywords: Corporate Governance; Differentiated levels; Economic-financial; Market value.

1 INTRODUÇÃO

Há uma busca muito grande das empresas por novos investidores, sejam eles nacionais ou internacionais, pois, conforme afirmam Casa et al. (2009), os novos investimentos proporcionam oportunidades de acesso a recursos que são imprescindíveis para o crescimento de suas atividades, aumentando, assim, sua capacidade para disputar os mercados nacionais ou internacionais. Por outro lado, há a figura do investidor que objetiva, ao aplicar seus recursos em uma determinada empresa, obter retorno, ou seja, que o seu capital seja valorizado. Acontece que as decisões de investimento, segundo Monte et al. (2010), não são tomadas em ambiente de total certeza com relação a seus resultados. Os investidores se deparam, portanto, com o risco do negócio.

Dessa forma, surgiu a Governança Corporativa (GC), como forma de mitigar a distância entre os investidores e gestores, através de uma maior transparência, garantindo uma maior proteção aos acionistas. A Associação Brasileira das Companhias Abertas [ABRASCA] (2015) define Governança Corporativa como sendo o conjunto de princípios e práticas para aprimorar o exercício do poder de decidir nas organizações empresariais, funcionando como um sistema de administração e de tomada de decisões que as organizações adotam. Ainda de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2009), as boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, nivelando interesses com a pretensão de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Dessa forma, ao adotar práticas de Governança Corporativa, as organizações estão maximizando seu valor, ao longo do tempo, melhorando seu desempenho econômico-financeiro, pois como Catapan, Colauto e Barros (2013) alegam, os atributos de Governança Corporativa têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor das organizações e alinhar interesses de partes conflitantes. A ABRASCA (2015) certifica isso ao expressar que tais práticas propiciam o maior nível de desenvolvimento da empresa, com o intuito de maximizar o seu valor, com sustentabilidade, satisfazendo não só os proprietários, mas também toda uma comunidade de partes relacionadas (*stakeholders*).

Uma das medidas para incentivar a adoção de boas práticas de Governança foi a implementação, por parte da BM&FBOVESPA, dos níveis ou segmentos diferenciados de Governança Corporativa, sendo os principais: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Segundo

informações disponibilizadas no *site* da BM&FBOVESPA (2015), esses níveis, que prezam por rígidas regras de Governança, foram criados para atender os diferentes perfis das empresas, a fim de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, ao possibilitar melhorias nas companhias que aderissem a um dos níveis, e atrair novos investidores, ao assegurar direitos e garantias aos acionistas e divulgação de informações mais completas, reduzindo, assim, o risco do investimento.

A adesão a um dos níveis da governança corporativa é formalizada mediante um contrato entre a empresa e a BM&FBOVESPA. As companhias classificadas no Nível 1 devem apresentar melhorias na prestação de informações ao mercado e promoverem dispersão do controle acionário, além de outras obrigações que vão além das dispostas pela legislação. As companhias listadas no Nível 2 se comprometem a cumprir as exigências impostas para o Nível 1 e, adicionalmente, adotam um conjunto de regras mais amplo de práticas de governança, priorizando e ampliando os direitos dos acionistas minoritários. Já as empresas do Novo Mercado, nível mais elevado da governança corporativa, se comprometem, voluntariamente, a adotar um conjunto de práticas de governança adicional ao que é exigido pela legislação brasileira (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008).

Villa (2009) pontua que uma organização que promove investimentos ligados à melhoria de sua governança tende a obter melhores resultados, redução de custos de captação de seus recursos e, sendo assim, é de se esperar que empresas com maiores necessidades futuras de captação, isto é, empresas que buscam melhores oportunidades futuras de crescimento, percebam a real necessidade da adoção de melhores práticas de governança corporativa. Entretanto, Silva (2006) destaca que as companhias não podem buscar investidores, sem oferecer proteção e transparência. O autor menciona ainda que existe um custo para a entrada, das empresas, nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, mas que, com toda certeza, o resultado compensa qualquer dificuldade de manter a boa governança.

Posto isto, tendo em vista que os custos para aderir um dos níveis diferenciados de governança corporativa são relativamente altos, devido às exigências impostas às empresas, e sabendo-se que tais obrigações aumentam à medida que uma empresa passa de um nível para outro, propõe-se o seguinte questionamento: **Qual o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado?**

O objetivo da presente pesquisa é verificar o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado. O número de trabalhos desenvolvidos sobre o tema da Governança Corporativa tem crescido substancialmente, seja no contexto nacional quanto internacional. De acordo com Lopes, Bernardes e Lara (2009), o conceito de governança corporativa está em processo de desenvolvimento, progredindo não somente no que se refere à sua aplicação no âmbito organizacional, mas também no meio acadêmico, sendo objeto de pesquisas em diferentes áreas do conhecimento, possibilitando, assim, o seu avanço em outras áreas afins que não a Economia, a Administração e a Contabilidade.

Dentre tantos assuntos abordados sobre o tema, diversos trabalhos (STAUB; MARTINS; RODRIGUES, 2002; MONTE et al., 2010; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; SONZA; KLOECKNER, 2014) trataram da relação da Governança Corporativa com a volatilidade e desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como com a criação de

valor para o acionista. Outros ainda (BRIDGER, 2006; PITZER, 2011) estudaram a influência da adesão aos níveis diferenciados no valor de mercado das ações das empresas. Entretanto, não foram identificados trabalhos que focassem no impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado. Sendo assim, este trabalho se justifica para constatar se, de fato, existe uma relação direta entre mudança de nível de governança corporativa, de uma empresa, e seu desempenho econômico-financeiro e seu valor de mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

Após o mundo ter vivenciado diversos escândalos financeiros, a exemplo da Enron (sétima maior companhia norte-americana, dedicada na exploração de gás e produção de energia, que teve seus balanços fraudados como forma de atrair novos investimentos (contabilidade criativa) e ter a valorização das suas ações), que comprometeram, conforme cita Pellicani (2011), o relacionamento entre firmas e acionistas, os investidores iniciaram um movimento para a instauração de mecanismos que os protegessem ativamente contra o detrimento de seus interesses por parte dos gestores e restabelecessem, dessa forma, a sua confiança nas informações geradas pelas empresas.

Surgiu, assim, a governança corporativa, que, segundo Monte et al. (2010), objetiva enfatizar a transparência que as organizações devem ter na transmissão de informações, que são repassadas em forma de relatórios financeiros. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2002), a Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por objetivo otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas na organização, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Já o IBGC (2009), entidade difusora da Governança Corporativa no Brasil, declara que a Governança Corporativa é um sistema através do qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Diante de tais definições, percebe-se que os órgãos são uníssonos ao afirmarem ser a Governança Corporativa, um instrumento de gestão que melhora o relacionamento entre todos os envolvidos na entidade, à medida que potencializa o desempenho das organizações com suas práticas e princípios.

Nascimento, Bianchi e Terra (2007) afirmam que a prática da governança corporativa se insere no contexto da busca pelo fortalecimento do mercado acionário à medida que objetiva reduzir os potenciais conflitos de interesses existentes entre os acionistas majoritários e os minoritários, entre os proprietários e os administradores, como, também, entre os demais agentes da empresa, visando a maximização do valor da organização e, por consequência, maior retorno para os acionistas e proprietários. Vilhena e Camargos (2015) corroboram o exposto, ao afirmarem que, ao adotarem as práticas de governança corporativa, as empresas objetivam melhorar seu desempenho econômico-financeiro e sua imagem corporativa no mercado; aumentar o potencial de valorização de suas ações, através de um maior disclosure de informações ao mercado (diminuição da assimetria informacional); e reduzir divergências entre gestores e acionistas.

Com o propósito de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das organizações, a BM&FBOVESPA, em 2000, criou os níveis diferenciados de governança corporativa, sendo eles, o nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo que o Nível 1 possui o menor grau de exigências e o Novo Mercado, o maior grau. De acordo com tais níveis, é possível classificar as companhias de acordo com o número de obrigações adicionais à legislação brasileira, incorrendo em uma potencial sinalização para o mercado (ALMEIDA; SCALZER; COSTA, 2008; BM&FBOVESPA, 2008).

Os objetivos da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, segundo Vilhena e Camargo (2015), eram de disseminar um conjunto de práticas melhoradas de governança, aumentar a transparência e o fluxo de informações entre investidores e gestores, dirimir o custo de capital e a assimetria informacional e aumentar a liquidez e a valorização acionária para as empresas que adotarem essas práticas.

À medida que uma empresa passa de um nível de governança para outro, as exigências aumentam. Lima et al. (2015) confirmam isso, ao mencionarem que o ingresso no mercado diferenciado segue requisitos de acesso diferentes, tão mais exigentes quanto maior for o nível que a organização pretende ocupar.

Embora exista um custo para as empresas que aderem a um dos segmentos diferenciados de GC, Pitzer (2011) ressalta que a obtenção de retorno, pela implementação dos controles diferenciados de GC, é um forte motivador para as empresas, pois esse retorno pode ser uma maior liquidez das ações; uma melhor avaliação do mercado; um preço maior de suas ações, em relação aos seus concorrentes; entre outros.

O quadro 1 apresenta uma síntese comparativa das regras dos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Quadro 1: Síntese das Regras dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Ações Emitidas	Existência de ações ON e PN, conforme legislação	Existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Existência somente de ações ON
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>		
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária		
Composição do Conselho de Administração	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	
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	
Concessão de <i>Tag Alone</i>	80% para ações ON, conforme legislação	100% para ações ON e PN	100% para ações ON
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Obrigatório	

*ON e PN referem-se às ações nominais e preferenciais nominativas, respectivamente.
Fonte: Resumo do que dispõe a BM&FBOVESPA (2016).

2.2 Estudos Correlatos

Achados na literatura nacional e internacional têm evidenciado que as companhias adotam os mecanismos diferenciados de governança corporativa com intuito de proteger os investidores (KLAPPER; LOVE, 2004; DURNEV; KIM, 2005); reduzir o custo de capital (LANG; LUNDHOLM, 1996; MARTINS; SILVA; NARDI, 2006); melhorar desempenho empresarial (BROWN; CAYLOR, 2004; MELO et al., 2013); aumentar o valor de mercado da empresa (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; KLAPPER; LOVE, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2006; CAIXE; KRAUTER, 2014; LIMA et al., 2015); dentre outros.

Estudo realizado por Martins, Silva e Nardi (2006) procurou verificar se houve alteração na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para algum dos níveis diferenciados de governança corporativa. Os resultados apresentaram fortes indícios de que a migração das empresas do mercado tradicional para um dos níveis diferenciado de governança corporativa impacta na liquidez das ações e, por conseguinte, no custo de capital das companhias. Segundo os mesmos autores, o conceito de liquidez está fortemente relacionado com o conceito de negociabilidade, o que sugere maiores benefícios econômicos para a empresa.

Melo et al., (2013) investigaram a contribuição da Governança Corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBOVESPA, e as evidências confirmam que a Governança Corporativa constitui-se em fator explicativo relevante do desempenho empresarial, tanto em relação ao retorno proporcionado aos acionistas, quanto em relação ao efeito sobre os ativos das empresas. Por outro lado, Brown e Caylor (2004) invocam que nenhuma das medidas de governança estão correlacionadas com o desempenho futuro do mercado de ações.

Lima et al. (2015) se propuseram analisar a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa das empresas e o aumento do seu valor de mercado, ou seja, investigar se para níveis mais elevados de governança há melhor desempenho econômico das empresas; e obtiveram evidências de que as empresas listadas nos níveis mais elevados do mercado diferenciado possuem melhor desempenho econômico, medido em termos de variação média do valor de mercado.

Com o objetivo de verificar, estatisticamente, a existência de uma relação significativa entre governança corporativa e valor das companhias abertas brasileiras, Silveira, Barros e Famá (2003), utilizaram três variáveis de governança: a presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração; o tamanho do Conselho de Administração e; o grau de independência do Conselho de Administração. Os autores constataram que, em média, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, apresentaram maior valor de mercado.

No contexto internacional, Black, Jang e Kim (2006) elaboraram um índice global de governança corporativa para tentar explicar o valor de mercado de 515 empresas sul-coreanas. Os autores puderam comprovar uma relação causal da governança corporativa no valor de mercado das firmas. Trazendo para realidade do mercado de capital brasileiro, Caixe e Krauter (2014) identificaram resultados semelhantes, uma vez que as organizações participantes de um dos três níveis diferenciados de governança são mais valorizadas pelo mercado, quando comparadas com as empresas listadas no segmento tradicional.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Métodos e amostra da Pesquisa

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, que, segundo Vergara (2011), expõe as características de determinada população ou fenômeno. Sendo assim, pretende-se verificar o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado, por meio da coleta e análise dos dados das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Como procedimento para a coleta dos dados, adotou-se a pesquisa documental, onde, por meio da página eletrônica acionistas.com.br, obteve-se um Histórico de Alterações nos Níveis de Governança Corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Tal relatório continha a relação de 20 empresas que mudaram de nível de governança entre os períodos de 2002 a 2013; porém, foram excluídas duas empresas, uma por ausência de informações do exercício subsequente (2015) e a outra por fusão, o que impossibilitou realizar a análise, totalizando, assim, uma amostra final de 18 empresas, conforme descrito na tabela 1.

Tabela 1: Alterações dos níveis de governança

N1 para N2	%	N1 para NM	%	N2 para NM	%	Total	%
4	22,22%	7	38,89%	7	38,89%	18	100%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

Também foi utilizada a base de dados da Economática® para viabilizar a coleta dos dados financeiros e patrimoniais, necessários na construção das variáveis (Valor de mercado, Retorno sobre Ativos, Endividamento e Lucro por Ação), bem como o *site* da BM&FBOVESPA, para extrair o setor econômico de atuação, de cada uma das empresas da amostra, e o número de empresas do segmento (Tabela 2).

Tabela 2: Segmento das Empresas que mudaram de nível de governança

EMPRESA	NÍVEL	SEGUIMENTO	Nº DE EMPRESAS DO SETOR
América Latina Logística	NM	Transporte Ferroviário	8
Anhanguera	NM	Serviços Educacionais	2
Banco Daycoval	N2	Bancos	34
Banco Indusval	N2	Bancos	34
Banco Pine	N2	Bancos	34
Banco Sofisa	N2	Bancos	34
BRF AS	NM	Carnes e Derivados	6
Cia. Hering	NM	Vestuário	1
Duratex	NM	Madeira	2
Equatorial	NM	Energia Elétrica	65
Estácio Participações	NM	Serviços Educacionais	2
Eternit	NM	Materiais de Construção	4
Iochpe-Maxion	NM	Material Rodoviário	11
Kroton	NM	Serviços Educacionais	2
Parapanema	NM	Artefatos de Cobre	1
Rossi	NM	Construção Civil	19
Ultrapar	NM	Holdings Diversificadas	12
Weg	NM	Máquinas e equipamentos	3

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

A escolha do período deve-se à criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), pela BM&FBOVESPA, em 2000, e a necessidade de explicar o comportamento econômico-financeiro das empresas que aderiram a um nível maior de governança, pois acredita-se que isso pode influenciar as variáveis adotadas neste estudo, sobretudo o valor de mercado.

Após a coleta dos dados, para a determinação dos valores assumidos pelas variáveis da pesquisa, os mesmos foram organizados e tabulados em planilhas eletrônicas, utilizando o *software Microsoft Excel* e, em seguida, aplicou-se o teste de médias T de *student* emparelhado, que possibilitou a investigação das variáveis em relação ao impacto sofrido pela mudança de nível de governança das empresas.

Este trabalho baseou-se em estudos realizados sobre governança corporativa, de natureza similar, dedicados a comparar o desempenho das companhias que adotaram algum nível diferenciado de governança daquelas que não aderiram a nenhum dos níveis, a exemplo de Santos e Pedreira (2004), Martins, Silva e Nardi (2006) e Caixe e Krauter (2014), no Brasil; Gompers, Ishii e Metrick (2003), nos Estados Unidos. Todavia, não foi identificado nenhum trabalho que estudou o impacto no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado das empresas que mudaram de um nível diferenciado de governança para outro. Assim, com base no problema de pesquisa e trabalhos anteriores realizados sobre níveis de governança, segue as hipóteses propostas no estudo:

H₁: As médias dos indicadores, no período anterior e posterior à mudança de nível de governança corporativa, não são iguais.

Para fundamentar a análise foram utilizados os dados do ano anterior e do ano subsequente à alteração de nível de governança da empresa. O mesmo procedimento foi aplicado às empresas de mesmo segmento, visando eliminar os vieses no cálculo da variação média do valor de mercado (VM), da rentabilidade sobre o ativo (ROA), do lucro por ação (LPA) e do endividamento (ENDIV), ocasionados por variáveis não observáveis, ou seja, fatores não contemplados no estudo, como, por exemplo, retração do mercado ou crises econômicas. Dessa forma, para dar mais robustez ao estudo, foi utilizado o teste de médias T de *student* com amostras independentes, para analisar se o efeito que cada uma das variáveis exercia nas empresas, que mudaram de nível de governança, permanecia igual às demais empresas do setor, o que possibilitou o levantamento da seguinte hipótese:

H₂: As médias dos indicadores calculados nas empresas que mudaram de nível de governança não são iguais às médias das empresas do setor.

3.2 Operacionalização das variáveis

3.2.1 Valor de Mercado

Em termos conceituais, Matucheski e Almeida (2006) definem que o valor de mercado é o produto do número de ações que compõe o capital social da empresa e seu valor unitário. Todavia, esse valor é obtido em função das expectativas geradas dos investidores de benefícios econômicos futuros.

Na literatura nacional e internacional, estudos realizados por Black, Jang e Kim (2006), Silveira, Barros e Famá (2006), Ammann, Oesch e Schmid (2011), Caixe e Krauter (2014), indicaram que a governança corporativa impacta positivamente o valor de mercado das empresas. Esse resultado evidencia a importância da aplicação de boas regras de governança para aumentar a eficiência dos mecanismos de controle sobre a administração, diminuir o conflito entre fornecedores de capital e empresa, mitigar a expropriação do acionista minoritário, bem como maximizar o valor da companhia na percepção do acionista (KLAPPER; LOVE, 2004; LAMEIRA; NESS JÚNIOR; MACEDO-SOARES, 2007).

Neste sentido, é esperado que a mudança das empresas, de um nível diferenciado de governança para outro, ou seja, com uma maior exigência, reflita positivamente no valor da empresa, uma vez que sinaliza para o mercado a evolução das boas práticas de governança. Para tanto, a variável valor de mercado (VM) será obtida do produto do número de ações e valor da ação.

3.2.2 Retorno sobre os ativos

Os indicadores de desempenho podem ser utilizados como ferramenta de auxílio para que os usuários da contabilidade verifiquem e comparem a evolução da(s) empresa(s), em relação ao mercado. De acordo com Assaf Neto (2013), o retorno sobre os ativos (ROA) constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa, uma vez que mensura a eficiência operacional da empresa em gerar lucros, a partir de seus ativos, antes dos efeitos do financiamento.

Diversos trabalhos realizados utilizaram o ROA, como uma variável independente, para analisar o desempenho das empresas após a adesão a algum nível de governança corporativa (TAVARES, 2006; BRESSAN; BRESSAN, 2008; CAIXE; KRAUTER, 2013). Conforme a afirmação de Silva et al. (2010) e Melo et al (2013), empresas com governança corporativa mais acentuada possuem melhor rentabilidade sobre seu ativo. Dessa forma, espera-se haver uma relação positiva entre a mudança de nível de governança e o desempenho da empresa, que, por sua vez, será obtida pela razão entre o lucro líquido da empresa e o ativo total.

3.2.3 Endividamento

A forma como as empresas financiam seus ativos está sujeita a riscos e retornos; isso, por sua vez, influencia seu valor no mercado, devido à utilização da alavancagem financeira, decorrente da dedução de juros de dívidas na apuração de seus impostos de renda (MODIGLIANI; MILLER, 1958; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Vale salientar que a estrutura de capital é considerada como importante mecanismo de governança corporativa, para intermediar o conflito de interesses na relação contratual e assegurar os direitos dos proprietários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; HARRIS; RAVIV, 1988; CLAESSENS et al, 2000).

De acordo com Stulz (1990), há uma relação positiva entre o endividamento e o crescimento das empresas. Por sua vez, o índice de endividamento da empresa depende, decisivamente, da distribuição de probabilidade do fluxo de caixa e das oportunidades de investimentos da mesma. Corroborando o exposto, Silveira, Perobelli e Barros (2008) afirmam que a qualidade da governança corporativa pode influenciar as decisões de financiamento, tendo em vista que as empresas com melhor governança possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos. Com isso, espera-se que as empresas pertencentes a um dos níveis de governança possuam um endividamento maior em relação às demais empresas.

Para este estudo, a variável que se refere ao endividamento será obtida através da relação do passível exigível das empresas (dívidas de longo prazo e curto prazo) e o seu ativo total.

3.2.4 Lucro por Ação

Segundo Silveira (2002), empresas que possuem uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes tendem a apresentar melhores resultados e, também, são mais bem avaliadas pelo mercado, no preço de suas ações, do que empresas que não se enquadram em nenhum dos níveis de governança. Em concordância com isso, Freire et al. (2010) argumentam que existe uma relação positiva do nível de governança e o lucro por ação. Assim, o lucro por ação será resultado da razão entre o lucro líquido e o número de ações.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são retratados os resultados da análise dos dados. Inicialmente, realizou-se uma análise descritiva das variáveis Retorno sobre os Ativos (ROA), Endividamento (ENDIV), Valor de Mercado (VM) e Lucro por Ação (LPA) das empresas que mudaram de um nível de governança corporativa para outro.

Tabela 3: Estatística Descritiva das variáveis

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana
VM	36	14,3229	1,2155	14,27360
ROA	36	0,0509	0,045	0,04350
ENDIV	36	61,4160	18,016	61,53930
LPA	36	0,7235	0,8075	0,47390

Dados da pesquisa, 2016.

Conforme observado na tabela 3, as variáveis ENDIV (61,4160) e ROA (0,0509) possuem a maior menor média, respectivamente. Percebe-se, ainda, que os valores da média e mediana são bem próximos, mostrando, assim, uma distribuição simétrica dos dados, com exceção da variável LPA, que apresenta valores discrepantes entre a média e mediana. Quanto ao desvio padrão, verifica-se uma maior dispersão dos dados, em torno da média, na variável ENDIV (18,016) e uma menor dispersão na variável ROA (0,045).

Posteriormente, com o objetivo de verificar o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no valor de valor mercado das empresas e no seu desempenho econômico-financeiro, pretende-se observar o comportamento das variáveis antes e após a transição, sendo necessário o uso do teste *t* de *student* para amostras dependentes ou emparelhadas (tabela 4), pois, conforme Field (2009) afirma, esse teste é utilizado quando existem duas condições experimentais e os mesmos participantes tomaram parte em ambas as condições.

Já para verificar a relação das variáveis das empresas que mudaram de nível de governança com as empresas pertencentes ao setor de atividade, utilizou-se o teste *t* de *student* para amostras independentes, conforme tabela 5.

Tabela 4: Resultado do Teste T de Student para amostras dependentes

Variáveis	T-Test Para Igualdade das Médias das Empresas nos Períodos Analisados (Antes e Depois da Migração)			
	Média	Desvio Padrão	T	Sig. (2- tailed)
Retorno sobre o Ativo	-0,0115	0,0416	-1,170	0,258
Endividamento	2,0211	9,9721	0,860	0,402
Valor de Mercado	-0,4532	1,0514	-1,829	0,085
Lucro por Ação	-0,2383	0,8607	-1,175	0,256

Dados da pesquisa, 2016.

Tabela 5: Resultado do Teste T de Student para amostras independentes depois da migração de nível

Variáveis	Levene's Teste de Igualdade das Variâncias das Empresas em Relação ao Setor - Depois da migração		T-Test Para Igualdade das Médias da Empresa em Relação ao Setor - Depois da migração		
	F	Sig.	T	Sig. (2- tailed)	Dif. de médias
Retorno sobre o Ativo	0,003	0,957	1,948	0,060	0,0332
Endividamento	2,340	0,135	-1,167	0,251	-21,2411
Valor de Mercado	0,233	0,632	-0,368	0,715	-0,1667
Lucro por Ação	4,387	0,044	1,008	0,328	25,7868

Dados da pesquisa, 2016.

Quanto à análise do ROA, das empresas que mudaram de nível, os resultados mostraram, após o uso do teste t , uma significância de 25,8%, ou seja, não houve rejeição da hipótese H_1 de que as médias do ROA das empresas, antes e depois da transição, não são iguais. Em outras palavras, verificou-se que a mudança de nível impacta o retorno sobre os ativos das empresas. Embora não existam estudos similares ao presente trabalho para que haja uma comparação, o trabalho de Fernandes, Dias e Cunha (2010) constatou que, estatisticamente, não houve mudanças no desempenho da empresa, após análise do ROA, após a adesão aos níveis diferenciados de governança, contradizendo, assim, o resultado da presente pesquisa.

No tocante ao ROA das empresas que mudaram de nível em relação às empresas pertencentes ao mesmo setor de atividade, verificou-se comportamento semelhante. Cujas significância de 6% não houve rejeição da hipótese H_2 , ao nível de significância de 5%, mostrando, portanto, que as médias do ROA das empresas que mudaram de nível não são iguais às médias das empresas do setor.

Concernente ao endividamento, observou-se uma significância de 40,2% para as empresas que mudaram de nível, não havendo, portanto, a rejeição da hipótese nula de que as médias do endividamento das empresas, no período anterior e posterior à mudança de nível, não são iguais; e uma significância de 25,1% para a relação entre as empresas que mudaram de nível e as demais empresas do setor, conseqüentemente, não houve a rejeição da hipótese de que as médias do indicador das empresas que mudaram de nível e as empresas do setor não são iguais. Os resultados são consistentes com o trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008), que investigaram a relação entre governança e endividamento e constataram que a adesão aos níveis provoca mudanças nos níveis de endividamento.

No que se refere ao valor de mercado, certificou-se a significância estatística de 8,5%, para as empresas que transitaram de um nível de governança para outro. Com isso, a um nível de significância de 5%, não rejeita-se a hipótese H_1 , logo comprova-se que, de fato,

houve mudanças no valor de mercado com a transição de nível. Resultado semelhante foi observado em relação às demais empresas do setor de atividades, onde as empresas da amostra estão inseridas, com uma significância de 71,5%. Tendo, assim, a não rejeição da hipótese, por conseguinte, a média do valor de mercado das empresas que mudaram de nível diferenciado de governança e das empresas pertencentes ao mesmo setor não é igual. Estudos apontaram mudança significativa no valor de mercado das empresas após a adesão a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa (BRESSAN; BRESSAN, 2008; TAVARES FILHO, 2006; CAIXE; KRAUTER, 2013).

Quanto ao lucro por ação, verificou-se que houve alteração no período anterior e posterior à mudança de nível diferenciado de governança das empresas, bem como na relação entre as empresas que mudaram de nível e as empresas pertencentes ao mesmo setor de atividade, ao constatar um p-valor de 25,6% e 32,8%, respectivamente, ocorrendo, portanto, a não rejeição das hipóteses H_1 e H_2 .

Constatando-se, assim, que houve mudança no lucro por ação, com a mudança de nível diferenciado de governança corporativa das empresas, e, também, que a média do lucro por ação das empresas que mudaram de nível em relação às empresas do mesmo setor não é igual. Bressan e Bressan (2008) argumentam que a rentabilidade das ações das empresas que adotaram um dos níveis de governança corporativa é superior à das empresas que não adotaram, e Freire et al. (2010) confirmaram haver uma relação positiva entre nível de governança e lucro por ação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como propósito verificar o impacto que a mudança de uma empresa, de um nível diferenciado de governança corporativa para outro, provoca no seu desempenho econômico-financeiro e no seu valor de mercado. A partir da análise descritiva das variáveis, verificou-se que as variáveis ENDIV (61,4160) e ROA (0,0509) possuem a maior menor média, respectivamente. Percebe-se, ainda, que os valores da média e mediana são bem próximos, mostrando, assim, uma distribuição simétrica dos dados, com exceção da variável LPA, que apresenta valores discrepantes entre a média e mediana.

Baseado no teste *t* de *student* para amostras emparelhadas constatou-se, a partir da análise do período anterior e posterior à transição, que a mudança de uma empresa, de um nível para outro de governança corporativa, provoca alterações na média do retorno sobre o ativo, no nível de endividamento, no lucro por ação e valor de mercado. Observou-se, entretanto, que a diferença de média é menos evidente no valor de mercado das empresas.

Quando observado se as médias dos indicadores calculados nas empresas que mudaram de nível de governança não são iguais às médias das empresas do setor, a partir do teste *t* de *student* para amostras independentes, constatou-se que estas se divergiam após a migração de um nível diferenciado para outro, em relação às demais empresas do segmento. Todavia, com menor impacto na variável ROA.

Salienta-se, ainda, que os resultados encontrados na presente pesquisa podem estar limitados à quantidade de anos analisados antes e depois da passagem de um nível diferenciado para outro de governança corporativa. Além disso, por não existir trabalhos semelhantes, ou seja, que tratem das empresas que mudaram de um nível diferenciado

de governança corporativa para outro de maior nível, não foi possível a confrontação de resultados com outras pesquisas semelhantes.

REFERÊNCIAS

ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas. Governança Corporativa – **A Visão da ABRASCA**. 2015. Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br/Abrasca/Visao-ABRASCA>>. Acesso em: 12 ago. 2015.

ALMEIDA, J. C. G.; SCALZER, R. S.; COSTA, F. M. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na BOVESPA. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 2, p. 188-131, jan./abr. 2008.

AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate governance and firm value: international evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2013.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 363-413, 2006.

BM&FBOVESPA. 2015. **O que são Segmentos de Listagem?** 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: 12 ago. 2015.

BRESSAN, V. G .F.; BRESSAN, A. A. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam Governança Corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

BRIDGER, G. V. Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança Sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas, 2006.

BRITO, G. A. S. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n.43, p.9-19, jan./abr. 2007.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. **Working Paper**, 2004.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 90-110, 2014.

CAIXE, D. F.a; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 65, p. 145-160, jul./ago. 2013.

- CASA, E. F. et al. A Aplicabilidade da Governança Corporativa na geração de valor às empresas. In: Congresso Virtual Brasileiro de Administração, 6., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2009.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai./ago. 2013.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 81-112.
- DURNEV, A.; KIM, H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, v. 60, n. 3, 2005.
- FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa. *Revista Organizações em Contexto*, v. 6, n. 11, p. 22-44, 2010.
- FIELD, Andy. *Descobrimo a Estatística Usando o SPSS*. Porto Alegre: Artmed, 2009.
- FREIRE, D. T. et al. Governança Corporativa e a Crise Financeira: Um estudo sobre o comportamento de empresas do setor de energia que possuem boas práticas de governança corporativa em momentos de turbulência. *ReCont*, v. 1, n. 1, 2010.
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate Governance: Voting Rights anti Majority Rules. *Journal of Financial Economics*, v. 20, n. 1, jan.-mar.1988, p. 203-235
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo, 2009.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. Diana L. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP* © *Revista de Administração da USP*, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.
- LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, v. 71, n. 4, p. 467-492, 1996.
- LIMA, I. S. et al. Uma análise dos primeiros passos do novo mercado. In: *Seminário USP de Contabilidade*, 2, 2002, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2002.
- LOPES, H. E. G.; BERNARDES, P.; LARA, L. C. Governança Corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Economia & Gestão*, Belo Horizonte/MG v. 19, n. 19, p. 26-43, jan./abr. 2009.
- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: *Encontro da Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

- MATUCHESKI, S.; ALMEIDA, L. B. Variáveis contábeis e o preço das ações. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 6., 2006, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2006.
- MELO, R. S. et al. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. REGE @ Revista de Gestão, v. 20, n. 1, p. 79- 92, 2013.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, v. 48, n. 3, , p. 261-297, 1958.
- MONTE, P. A. et al. Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. Revista Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte/MG, v. 21, n. 2, p. 15-44, abr./jun. 2010.
- NASCIMENTO, A. M., BIANCHI, M., & TERRA, P. R. S. A Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: evidências de uma survey comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. Revista da Associação Brasileira de Custos, v. 2, n. 2, 2007.
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – (OECD). 2015. Principles of corporate governance. Disponível em: <<http://www.oecd.org/>>. Acesso em: 19 fev. 2016.
- PELLICANI, A. D. Governança Corporativa e Restrição Financeira nas Decisões Investimento. 2011. 112 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos/SP, 2011.
- PITZER, M. A Influência do Nível de Governança Corporativa no Valor de Mercado das Ações das Empresas Brasileiras Negociadas na BOVESPA. Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial) – Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro, 2011.
- RIBEIRO, M. C. V. Governança corporativa: Um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros. 2009. Dissertação (mestrado), Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2009.
- SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. Administração em Diálogo, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 87-99, 2004.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. Journal of Finance, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, E. S. et al. Será Que os Ratings de Crédito e os Spread das Debêntures são Influenciados Pelas Práticas de Governança Corporativa? In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro/RJ. Anais... Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, A. D. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo, 2002. 152 f. Dissertação (mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. D.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba/PR, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A. Di M., BARROS, L. A. B. C., & FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresa - RAE*, v. 43, n. 3, 2003.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A Governança Corporativa Influencia a Eficácia das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio./jun./jul./ago. 2013.

STAUB, I. D.; MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Governança corporativa e criação de valor para o acionista: da teoria à prática, os impactos organizacionais e financeiros. *Revista Economia & Gestão*, Belo Horizonte/MG, v. 2, n. 3, p. 36-55, jan./jun. 2002.

STULZ, R. M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26, p. 3-27, 1990.

TAVARES FILHO, F. Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. 2006. Dissertação (Mestrado) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

VERGARA, S. C. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

VILLA, Marciano. Níveis de Governança Corporativa: A Evolução no Valor de Mercado das Empresas. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em Mercado de Capitais) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre/RS, 2009.