

Desempenho econômico-financeiro das empresas com boas práticas de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

RESUMO

A governança corporativa tem sido um tema bastante discutido, devido à relevância que este tem para os *stakeholders*. Um dos interesses principais que esses indivíduos têm em comum é saber qual o desempenho das empresas de forma rápida e transparente. De acordo com a teoria da agência, as empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa tendem a ter os seus custos de conflito de agência diminuídos, o que resulta em um aumento do resultado da empresa que, por conseguinte, terá reflexos nos indicadores econômico-financeiros. Diante desse contexto levanta-se a seguinte pergunta: As empresas com boas práticas de governança corporativa possuem desempenho econômico-financeiro estatisticamente superior em relação as que não praticam?. Para responder a esse questionamento, foram calculados indicadores econômico-financeiros dos setores de energia elétrica, siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuário e calçados da BM&FBOVESPA, durante os anos de 2007 a 2011. Dentro destes setores, as empresas foram divididas em dois grupos as que possuem boas práticas de governança corporativa e as que não possuem, utilizando-se do teste de Mann-Whitney para verificar se as diferenças estatísticas dos indicadores foram significativas e se havia superioridade do grupo das empresas de governança. Constatou que em geral as empresas com boas práticas de governança não tiveram desempenho econômico-financeiro superior em relação às demais empresas que não possuem as boas práticas de governança.

Palavras-chave: Indicadores econômico-financeiros; Governança corporativa; Desempenho.

1. INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento do mercado de capitais em países emergentes, como o Brasil, ferramentas que possibilitem maior acesso a informação são indispensáveis, informação esta que tem que ser transparente para todos os *stakeholders*. *Stakeholders*, segundo Rossetti (2008, p. 26), são “as pessoas, grupos ou instituições com interesses legítimos em jogo nas empresas e que afetam ou são afetados pelas diretrizes de negócios e de gestão, pelas ações praticadas e pelos resultados”. Dessa forma, compreende-se que os envolvidos não são apenas os acionistas (*shareholders*), mas também fornecedores, instituições financeiras, governo e dentre outros.

Diante dessa situação, surgem as discussões sobre as boas práticas de governança corporativa, que não se restringe apenas a mercados desenvolvidos, como o americano, mas também em mercados emergentes. No mercado brasileiro, com o intuito de melhorar as práticas de governança, foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2), que de acordo com a BM&FBOVESPA (2013), possuem como propósitos, a redução da assimetria informacional e o risco dos investidores por possibilitar um maior e melhor acesso as informações.

Lopes (2012) menciona que não se pode fazer um estudo sério sobre as organizações sem que sejam considerados os conflitos de agência e a assimetria informacional, que estão intimamente ligadas. Quanto aos benefícios da criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, Aguiar, Corrar e Batistella (2004, p. 339) comentam que “havia expectativa de

melhores preços por suas ações e, como consequência, maior retorno sobre o patrimônio líquido; além de, ao longo do tempo, custos de captação reduzidos”.

Segundo Love (2011), um campo que possui vastas pesquisas na área de governança corporativa e que ainda carece de mais pesquisas empíricas é a ligada ao desempenho, que, de acordo com o levantamento feito pela autora, os estudos desse campo são divididos em três grupos principais: Os ligados ao desempenho operacional com a utilização de indicadores como o *Return on Asset*(ROA) e o *Return on Equity*(ROE), o valor de mercado, geralmente utilizando-se o Q de Tobin, e o terceiro em relação ao retorno das ações. Do levantamento de Love (2011) constatou-se uma superioridade de trabalhos que demonstraram um impacto positivo no desempenho das empresas que adotaram melhores práticas de governança corporativa, apesar de existirem estudos com resultados contrários.

Alguns estudos (TAVARES FILHO, 2006; SILVA; LEAL, 2005; LEHMANN; WARNING; WEIGAND, 2004) sustentam que as empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa têm impacto positivo no desempenho econômico-financeiro medido por indicadores de rentabilidade ROA e ROE. Outras pesquisas como as de Fernandes, Dias e Cunha (2010) e Rozo (2003 apud TAVARES FILHO, 2006) encontraram ausência de relação positiva entre aumento de boas práticas de governança e reflexos positivos nos indicadores ROA e ROE.

Pesquisa recente feita por Macedo e Corrar (2012) analisaram comparativamente o desempenho contábil-financeiro das empresas de energia elétrica listadas entre as 1000 maiores da Melhores e Maiores da Exame-FIPECAFI entre os anos de 2005 a 2007. Desse grupo de empresas, a análise procedeu-se entre as empresas que estavam listadas no níveis diferenciados de governança em relação as não listadas, na análise, utilizou-se de vários indicadores como os liquidez corrente e composição do endividamento, para verificar a superioridade de desempenho das empresas do grupo de governança. Os resultados apontaram que apenas no ano de 2005 as empresas do grupo de governança tiveram um desempenho superior estatisticamente significativa e nos anos de 2006 e 2007 não houve diferenças.

Este estudo propõe-se a contribuir na ampliação dos resultados empíricos sobre a relação de governança corporativa e desempenho, ao verificar a hipótese de superioridade dos indicadores econômico-financeiros das empresas que pertencem aos níveis diferenciados de governança, não se restringido ao ROA e ROE, mas estende-se também a indicadores de liquidez e endividamento, conforme utilizados por Macedo e Corrar (2012) e sugeridos por Fernandes, Dias e Cunha (2010) e, assim, trazer uma análise mais completa do desempenho econômico-financeiro, além do período analisado de 5 anos, verificando se os resultados obtidos se mantem durante os anos ou são fatos isolados.

A sustentação teórica para a presente pesquisa é a teoria da agência, pois sugere que empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor desempenho, visto que os custos de agência serão minimizados (JENSEN; MECKLING, 1976). Diante deste contexto levanta-se a seguinte problemática: As empresas com boas práticas de governança corporativa possuem desempenho econômico-financeiro estatisticamente superior em relação as que não praticam?

Além desta seção introdutória o artigo ainda possui mais quatro seções, divididas da seguinte forma, a segunda seção trata do referencial teórico, a terceira da metodologia empregada, a quarta a análise dos resultados e por fim as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEORICO

2.1. Governança corporativa e desempenho

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2013), a discussão sobre a criação de regras para proteção dos acionistas teve início nos Estados Unidos nos anos 90. Também comenta que a concepção conceitual de governança corporativa foi com a finalidade de combater o conflito de agência.

Para Jensen e Meckling (1976), esse conflito existe, pois tanto o principal (acionistas) quanto o agente (gestores) tendem a ser maximizadores das próprias utilidades, o que faz com que o agente não trabalhe com pensamento alinhado com o interesse do principal, resultando em um conflito de agência, para minimizar esse conflito, incorre-se em custos. Esses custos de agência, segundo os autores é a soma de: despesas de monitoramento pelo principal; de despesas com a concessão de garantias contratuais pelo agente; e do custo residual.

Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa trata dos mecanismos que os financiadores de recursos possuem para garantir o retorno dos investimentos. O IBGC (2013) aponta que os principais mecanismos para garantia do controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal. Segundo Silveira e Barros (2008) estes mecanismos funcionam para alinhar os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. Em relação às informações contidas nos relatórios em especial as contábeis, Bushman e Smith (2001) comentam que a informação contábil é um dos mecanismos de governança eficiente. Contrapondo a afirmação de Bushman e Smith (2001), Antunes e Costa (2007) encontraram resultados que apontam que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não trazem mudanças a qualidade da informação contábil.

Tavares Filho (2006, p. 74) afirma que a governança corporativa “representa uma ferramenta poderosa capaz de alavancar, satisfatoriamente, o desempenho econômico-financeiro das empresas”. Segundo o referido autor em virtude das empresas fazerem parte dos níveis diferenciados de governança corporativa, assumem o compromisso de serem mais transparentes e adotarem outras práticas adicionais de governança, comprometendo-se a uma postura mais proativa para melhora do desempenho, já que os resultados estarão disponibilizados ao mercado, culminado em variações de desempenho que podem ser avaliados através dos indicadores de rentabilidade.

Corroborando esse pensamento, Silveira (2002) expõe que pelo senso comum se espera que empresas com estruturas de governança corporativa mais adequadas as práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtenham melhores resultados, de forma implícita a estrutura de governança corporativa da empresa afeta o desempenho além do valor de mercado.

Compreende-se que as práticas de governança corporativa, o desempenho operacional das empresas e a informação contábil possuem uma relação íntima e importante dentro desse contexto para todos os interessados na organização.

Love (2011) ao fazer uma revisão da literatura, suscita se a relação de causalidade, de empresas com melhores práticas de governança possuírem melhores desempenhos, não seria inversa, ou seja, as empresas que possuem melhores desempenhos são as que aderem as melhores práticas de governança e as de piores desempenhos não buscam adotar as boas práticas governança.

Contrapondo aos resultados de falta de relação positiva e até mesmo de causalidade inversa expostos por Love (2011), Renders, Gaeremynck e Sercu (2010) afirmam que os resultados estão equivocados em virtude do uso incorreto de métodos estatísticos e que em outros momentos o problema decorre de um viés de seleção dos dados utilizados, como por exemplo, pesquisas que trabalham com as maiores empresas, visto que existe uma relação positiva do tamanho com o desempenho e com boas práticas de governança, assim as inferências ficam falíveis. Outro ponto importante, segundo os autores, é o ambiente institucional de cada país, pois países que possuem proteções elevadas aos acionistas, como os Estados Unidos, espera-se que o impacto no desempenho das empresas seja menor e em países com fraco poder institucional a prática diferenciada de governança trazem impactos superiores.

2.2. Indicadores econômico-financeiros

O uso de indicadores para análise de empresas é uma ferramenta bastante útil, tanto que Iudícibus (2010, p.92) afirma que “a técnica de análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da contabilidade”. Brigham e Ehrhardt (2006) frisam que o uso de indicadores permite a comparação entre empresas, este tipo de análise não seria possível como o uso de valores absolutos existentes nos demonstrativos contábeis.

As nomenclaturas dos grupos de indicadores e inclusive dos próprios indicadores são as mais diversas entre os autores, apesar de muitas das vezes as formas de obtenção serem as mesmas. Nesta pesquisa, os grupos e nomenclaturas expostos neste referencial e utilizados na metodologia da pesquisa são os termos usados por Silva (2012).

Serão utilizados na presente pesquisa dois indicadores para cada um dos grupos, os grupos são liquidez, endividamento e rentabilidade. A escolha dos indicadores específicos se deve principalmente por serem recorrentes na literatura e também por ser possível a coleta dos dados que formam esses indicadores.

Os indicadores de liquidez conforme Silva (2012) visam demonstrar a capacidade de pagamento das dívidas que a empresa possui. Os indicadores utilizados são liquidez corrente obtido pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante e liquidez geral obtido pela divisão do somatório do ativo circulante com o realizável a longo prazo divididos pelo passivo exigível de curto e longo prazo. Para estes indicadores a interpretação é quanto maior, melhor.

Os indicadores de endividamento permitem que as empresas avaliem a qualidade da dívida e a composição deste endividamento entre capital de terceiros e capital próprio. Os indicadores de endividamento são o índice de participação de capitais de terceiros que indica percentualmente quanto a empresa tomou de capital de terceiros em relação ao capital próprio investido, obtido pela divisão do somatório do passivo exigível de curto e longo prazo dividido pelo patrimônio líquido e multiplicado por 100, e o segundo índice é o de composição do endividamento o qual demonstra quanto das obrigações das empresas deverão ser pagas no curto prazo, obtido através da divisão do passivo de curto prazo pelo passivo exigível de curto e longo prazo. Os indicadores de endividamento possuem a interpretação de quanto menor, melhor.

Quanto aos indicadores de rentabilidade é proporcionado ao analista a compreensão da “capacidade de geração de recursos por parte da empresa, sob diferentes critérios” (CEPEFIN, 2009, p. 208). Os indicadores utilizados foram o ROA e ROE, o primeiro, mede a capacidade

de geração de lucros com os ativos, obtido pela divisão do lucro líquido pelo ativo total e multiplicado por 100, já o ROE, segundo Silva (2012), indica quanto de prêmio os proprietários estão obtendo em relação aos investimentos feitos, sendo obtido pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido e, em seguida, multiplicado por 100. Ambos os indicadores possuem a interpretação de quanto maior, melhor.

Conforme mencionado na seção introdutória do artigo, algumas pesquisas que aliam o uso de indicadores econômico-financeiros como medidas de desempenho das empresas e analisaram as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa com as que adotam em menor nível ou não adotam, são expostos de forma sintética os resultados empíricos obtidos.

Sami, Wang e Zhou (2011) verificaram no mercado chinês que as empresas que possuíam melhores práticas de governança corporativa tinham uma relação positiva com os indicadores ROA e ROE.

Estudo feito por Tavares Filho (2006) com a utilização do teste *t* e do teste não paramétrico de Wilcoxon apontou que as empresas que passaram a fazer parte dos níveis diferenciados de governança corporativa tiveram impactos positivos na rentabilidade, medida através dos indicadores ROA e ROE.

Silva e Leal (2005) usaram análise em painel em empresas brasileiras além da criação de um Índice de Governança Corporativa para atribuir o nível de governança às empresas, e constataram que as empresas com melhores práticas de governança corporativa possuíam um ROA estatisticamente superior.

Lehmann, Warning e Weigand (2004) fizeram um estudo no mercado alemão e identificaram que empresas com melhores práticas de governança corporativa possuíam o indicador ROA superior estatisticamente em relação às que não tinham práticas tão adequadas.

O trabalho de Fernandes, Dias e Cunha (2010) replicou a metodologia de Tavares Filho (2006), no ano de 2007, e não encontraram nenhuma diferença estatisticamente significativa nos indicadores ROA e ROE, após as empresas aderirem aos níveis de governança da BM&FBOVESPA.

Rozo (2003 apud TAVARES FILHO, 2006, p. 76) investigou “possíveis relações entre variáveis independentes representativas de mecanismos de governança corporativa (concentração de propriedade; política financeira; capital votante; e remuneração da diretoria executiva)” e constatou que os indicadores ROA e ROE não tiveram nenhuma relação com os mecanismos testados.

Apesar da existência de críticas como as de Martins, Diniz e Miranda (2012) quanto à possíveis fragilidades em alguns dos indicadores econômico-financeiros no propósito de medirem o desempenho das empresas, não existem meios que se isentem de considerar a informação contábil na tentativa de medir desempenho ainda mais com a ferramenta poderosa do uso de quocientes.

3. METODOLOGIA

O presente estudo é caracterizado como empírico-analítico, que de acordo com Martins e Lintz (2000, p. 26) “são abordagens que, de forma quantitativa, apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados”.

O universo da pesquisa são as companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA dos setores de energia elétrica, siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuário e calçados entre os anos de 2007 a 2011. O estudo nestes setores se deve a maior quantidade de empresas no decorrer desses anos que se enquadram nos dois grupos utilizados para análise, que são as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança e as não listadas nesses segmentos.

O levantamento dos dados contábeis para o cálculo dos indicadores econômico-financeiros se deu na base de dados Economática®, quanto a obtenção das informações das empresas que fizeram parte dos níveis diferenciados de governança corporativa durante o período analisado, foi necessário o envio de um e-mail para a BM&FBOVESPA, a qual respondeu a solicitação com a listagem das empresas com datas de entrada e saída dos níveis de governança além das migrações de um nível para outro.

A escolha da análise por setores foi motivada para se isolar outros fatores que poderiam influenciar os indicadores econômico-financeiros. Desta forma, ao se analisar empresas pertencentes ao mesmo segmento, possuirão mais características em comum, visto que atuam em mesmos mercados ou muito próximos, sujeitas às mesmas legislações dentre outras similaridades, deixando em evidência apenas a diferença de algumas empresas de um mesmo setor estarem listadas nos níveis diferenciados de governança e outras não. Assim permite-se que sejam feitas inferências quanto aos resultados estatísticos obtidos atribuindo-lhe em consequência da classificação ou não das empresas nos níveis diferenciados de governança.

No primeiro momento, foram calculados os índices de liquidez corrente, liquidez geral, participação de capital de terceiros, composição do endividamento, ROA e ROE. Em seguida as empresas dos setores de energia elétrica, siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuário e calçados foram divididas em dois grupos as que possuem boas práticas de governança corporativa e as que não possuem, utilizando-se como parâmetro para a separação a listagem dos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA.

Nem todas as empresas estiveram listadas nos níveis diferenciados de governança durante todo o período analisado, pois algumas foram aderindo no decorrer dos anos analisados e algumas saíram, contudo, esse tipo de situação não compromete a análise, visto que a comparação é com os grupos como um todo e não precisa ter o mesmo indivíduo no mesmo grupo ao longo do período analisado, visto que as análises vão ser anuais.

Inicialmente, o teste estatístico aplicado para demonstrar se existe diferença estatística entre os grupos de governança e não governança seria o teste paramétrico teste t , contudo para esse teste é exigida uma distribuição normal e, ao se aplicar o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov com correção de Lilliefors nos indicadores econômico-financeiros de cada um dos setores das empresas listadas tanto nos níveis diferenciados de governança, quanto nas não listadas tiveram a normalidade rejeitada, em alguns momentos em um dos grupos, seja as pertencentes ao grupo de governança ou não, e em outros momentos foram para os dois grupos. Esse tipo de resultado é esperado, conforme Pestana e Gageiro (2000), em virtude do pequeno número de observações. Desta forma impossibilitou o uso do teste paramétrico t .

Diante desta situação recorreu-se ao teste não paramétrico de Mann-Whitney que, segundo Siegel e Catellan Jr.(2006) “é um dos testes não paramétricos mais poderosos, sendo uma alternativa muito útil para o teste paramétrico t quando o pesquisador deseja evitar as suposições do teste t ”. O teste de Mann-Whitney aplicado a este trabalho fornece o nível de

significância, que será comparado com o nível de significância utilizado como parâmetro desta pesquisa que é de 5%.

Dessa forma, caso o nível de significância obtido no teste for maior/igual (\geq) do que 0,05, não se rejeita a hipótese nula, H_0 , aceitando-se a igualdade entre as médias dos indicadores econômico-financeiros das empresas pertencentes aos níveis de governança em relação as não pertencentes. Caso o nível de significância do teste for menor/igual que (\leq) 0,05, rejeita-se a hipótese nula, H_0 , rejeitando-se a igualdade entre as médias dos indicadores econômico-financeiros das empresas pertencentes aos níveis de governança em relação as não pertencentes.

No caso ainda de rejeição da hipótese nula, o teste de Mann-Whitney permite observar qual dos grupos teve uma maior média, o que possibilita a verificação se o resultado foi “melhor” ou “pior” para o grupo que for escolhido como referência.

Dessa forma, de acordo com o nível de significância obtido no teste de Mann-Whitney, serão dadas as seguintes interpretações.

- H_0 não rejeitada, o termo utilizado é “igual”.
- H_0 rejeitada o termo utilizado é “melhor” ou “pior”, sendo assim empregados: As empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa que tiverem os índices de liquidez corrente, liquidez geral, ROA e ROE maiores em relação ao grupo das não pertencentes, será usado o termo “melhor”, caso contrário será o termo “pior”. Quanto à participação de capital de terceiros e composição do endividamento, será atribuído o termo “melhor” se as empresas pertencentes ao grupo de governança tiverem indicadores menores, caso contrário será utilizado o termo “pior”.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Fez-se necessário a exclusão das empresas que apresentavam patrimônio líquido negativo, em virtude que estariam enviesado os indicadores com um sinal negativo, a quantidade de empresas analisadas em cada setor tanto as pertencentes ao grupo de governança corporativa e as não pertencentes ao longo dos anos de 2007 a 2011 são apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1: Distribuição das empresas listadas e não listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa dos setores de energia, siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuário e calçados de 2007 a 2011.

Setores	2007		2008		2009		2010		2011	
	gov	não gov								
Energia	13	32	14	30	14	28	18	28	18	29
Siderurgia e Metalurgica	4	7	5	7	5	7	5	7	6	6
Tecidos, vestidos e calç.	5	12	5	11	5	13	5	14	6	12

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados obtidos junto a BM&FBOVESPA.

Percebe-se que em todos os anos, nos três setores analisados, o grupo de empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança corporativa é menor, com exceção do setor de siderurgia e metalurgia que no ano de 2011, houve um empate. Isso demonstra que a menor parte das empresas adotam as boas práticas de governança exigidas pela BM&FBOVESPA para o ingresso neste segmento.

Quadro 2: Resultado do teste de Mann-Whitney do ano de 2007.

Setores	LC		LG		PCT		CE		ROA		ROE	
	sig.	result.										
Energia	0,030	melhor	0,523	igual	0,026	melhor	0,304	igual	0,900	igual	0,599	igual
Siderur./Metalur	0,705	igual	0,257	igual	0,186	igual	0,088	igual	0,849	igual	0,393	igual
Tecid/vest/calç.	0,916	igual	0,833	igual	0,246	igual	0,712	igual	0,456	igual	0,492	igual

Fonte: Elaboração própria.

Diante dos resultados do ano de 2007, Quadro 2, os indicadores econômico-financeiros que tiveram diferenças significativas foram os de liquidez corrente e participação do capital de terceiros no setor de energia elétrica, ambos tendo como interpretação uma situação “melhor” das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança, pois o índice de liquidez das empresas do setor de energia desse grupo, em média, foram superiores ao grupo não pertencente. Quanto ao percentual de participação de capital de terceiros, as empresas do grupo de governança tiveram um percentual menor em relação ao grupo de não governança. Para os setores de siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuário e calçados não houve diferença significativa estatisticamente em nenhum dos indicadores. No Quadro 3 são evidenciados os resultados do ano de 2008.

Quadro 3: Resultado do teste de Mann-Whitney do ano de 2008.

Setores	LC		LG		PCT		CE		ROA		ROE	
	sig.	result.										
Energia	0,427	igual	0,496	igual	0,021	melhor	0,910	igual	0,544	igual	0,351	igual
Siderur./Metalur	0,569	igual	0,167	igual	0,074	igual	0,019	melhor	0,291	igual	1,000	igual
Tecid/vest/calç.	0,865	igual	0,692	igual	0,193	igual	0,533	igual	0,233	igual	0,212	igual

Fonte: Elaboração própria.

Os indicadores que apresentaram diferenças estatísticas no ano de 2008 foram participação de capital de terceiros no setor de energia, onde as empresas do grupo de governança apresentaram um desempenho melhor e composição do endividamento no setor de siderurgia e metalurgia em que as empresas de governança corporativa também tiveram um desempenho superior. Os demais indicadores analisados do ano de 2008 não tiveram diferenças estatísticas significativas, cabe destacar que o setor de tecidos, vestuário e calçados, assim como no ano de 2007, não teve diferenças estatísticas significativas em nenhum dos indicadores. O Quadro 4 evidencia os resultados do ano de 2009.

Quadro 4: Resultado do teste de Mann-Whitney do ano de 2009.

Setores	LC		LG		PCT		CE		ROA		ROE	
	sig.	result.										
Energia	0,350	igual	0,759	igual	0,104	igual	0,584	igual	0,279	igual	0,135	igual
Siderur./Metalur	0,570	igual	0,291	igual	0,223	igual	0,088	igual	0,514	igual	0,935	igual
Tecid/vest/calç.	0,349	igual	0,324	igual	0,104	igual	0,236	igual	0,253	igual	0,489	igual

Fonte: Elaboração própria.

No ano de 2009, nos três setores analisados, nenhum dos indicadores tiveram diferenças estatísticas significativas. Dessa forma compreende-se que as empresas que integram os níveis diferenciados de governança corporativa não tiveram desempenho superior em nenhum dos indicadores em relação às empresas que não fazem parte desse grupo. No ano seguinte, essa situação não se repetiu, conforme demonstrado no Quadro 5.

Quadro 5: Resultado do teste de Mann-Whitney do ano de 2010.

Setores	LC		LG		PCT		CE		ROA		ROE	
	sig.	result.										
Energia	0,233	igual	0,285	igual	0,224	igual	0,045	melhor	0,029	pior	0,026	pior
Siderur./Metalur	0,935	igual	0,223	igual	0,223	igual	0,223	igual	0,139	igual	0,279	igual
Tecid./vest./calç.	0,405	igual	0,079	igual	0,078	igual	0,003	pior	0,194	igual	0,404	igual

Fonte: Elaboração própria.

O setor de energia teve os indicadores composição de endividamento com um resultado melhor para as empresas de governança, porém os dois indicadores de retorno o ROA e ROE foram inferiores aos das empresas de governança corporativa o que é contrário ao esperado.

O setor de siderurgia e metalurgia teve todos os indicadores iguais estatisticamente. O setor de tecidos, vestuário e calçados, depois de nenhuma diferença nos anos de 2007, 2008 e 2009, teve no ano de 2010 um indicador com diferença estatística significativa, que foi composição de endividamento com o resultado pior para as empresas de governança em relação as que não fazem parte do grupo de governança. O último ano analisado tem seus resultados expostos no Quadro 6.

Quadro 6: Resultado do teste de Mann-Whitney do ano de 2011.

Setores	LC		LG		PCT		CE		ROA		ROE	
	sig.	result.										
Energia	0,347	igual	0,615	igual	0,562	igual	0,540	igual	0,228	igual	0,060	igual
Siderur./Metalur	0,521	igual	0,873	igual	0,873	igual	0,261	igual	0,196	igual	0,288	igual
Tecid./vest./calç.	0,111	igual	0,049	melhor	0,075	igual	0,024	pior	0,111	igual	0,092	igual

Fonte: Elaboração própria.

O setor de energia não teve nenhum indicador com diferença estatística significativa, o setor de siderurgia e metalurgia teve o mesmo comportamento. As empresas do grupo de governança do setor de tecidos, vestuário e calçados tiveram um desempenho melhor no indicador liquidez geral, enquanto que seu desempenho foi pior, no indicador de composição do endividamento.

No decorrer dos cinco anos analisados, os resultados dos testes estatísticos de significância dos indicadores econômico-financeiros, em sua maioria, não rejeitaram a hipótese nula de igualdade das médias.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar se as empresas com boas práticas de governança corporativa possuem desempenho econômico-financeiro estatisticamente superior em relação as que não praticam. O período analisado foi de 2007 a 2011, nas empresas dos setores de energia elétrica, siderurgia e metalurgia e tecidos, vestuários e calçados listadas na BM&FBOVESPA.

Ao se aplicar o teste para verificar a existência de diferenças estatísticas para cada um dos seis indicadores, nos três setores distintos, durante os cinco anos, resultou em noventa testes rodados dos quais apenas 10 tiveram diferenças estatísticas significativas ao nível de 5%, representando apenas 11,11% do total.

Percebe-se 88,89% dos indicadores não tiveram a hipótese, nula rejeitada, ou seja, os indicadores não tiveram diferenças estatísticas significativas. Dessa forma, pode-se inferir que as empresas que adotaram boas práticas de governança corporativa e integram os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, não tiveram reflexo positivo nos indicadores econômico-financeiros, ao comparar-se com empresas que não se comprometem com melhores práticas de governança.

Outra constatação pertinente é que das 10 diferenças estatísticas existentes, apenas 6 foram de forma positiva para as empresas dos grupos de governança, os quais foram no ano de 2007, no setor de energia elétrica liquidez corrente e participação de capital de terceiros. No ano de 2008, no setor de energia, o indicador participação de capital de terceiros e no setor de siderurgia e metalurgia o índice composição do endividamento. No ano de 2010, o setor de energia no indicador composição de endividamento e em 2011 no setor de tecidos, vestuário e calçados o índice de liquidez geral.

Quanto aos resultados piores, 2 foram no setor de tecidos, vestuário e calçados, sendo nos anos de 2010 e 2011 o indicador composição do endividamento. Em 2009 nenhum indicador teve diferença significativa nos três setores analisados.

Os outros dois resultados piores para as empresas com boas práticas de governança em relação às demais foram os indicadores de rentabilidade ROA e ROE do setor de energia no ano de 2010, ou seja, a rentabilidade em média além de ser menor de forma absoluta ainda foi diferente estatisticamente de forma significativa ao nível de 5%, o que é contrário ao obtido em pesquisas anteriores como as de Lehmann, Warning e Weigand (2004), Silva e Leal (2005), Tavares Filho (2006) e Sami, Wang e Zhou (2011) e se alinha aos resultados de Rozo (2003 apud TAVARES FILHO, 2006) e Fernandes, Dias e Cunha (2010) em virtude da maior parte dos indicadores de rentabilidade se manterem iguais estatisticamente entre os dois grupos.

Uma possível resposta para os resultados desta pesquisa é o posicionamento de Antunes e Costa (2007) de que a listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa não são um bom parâmetro de empresas que realmente possuam boas práticas de governança corporativa e que seria interessante a criação de um indicador que levasse em consideração outros aspectos de boas práticas de governança. Talvez seja por isso que na literatura verifica-se uma série de estudos que criam os seus próprios indicadores como nos trabalhos de Silva e Leal (2005) e Silveira, Barros e Famá (2006).

Portanto, a hipótese de superioridade de desempenho operacional refletida nos indicadores econômico-financeiros das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa foi rejeitada, cabe ressaltar que os resultados desta pesquisa não cabem generalizações devido o artigo ter trabalhado com três setores específicos.

Sugere-se para pesquisas futuras efetuar a divisão dos grupos com melhores práticas de governança a partir de outro parâmetro que não seja a classificação da BM&FBOVESPA, e sim a criação de um indicador de nível de governança de acordo com o que a literatura tem demonstrado como fatores importantes de boas práticas de governança. E desse ponto aplicar um método estatístico para verificar a significância dos indicadores, se possível com um teste paramétrico.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Andson B.; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.
- ANTUNES, Gustavo A.; COSTA, Fábio M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: Encontro da associação nacional de pós-graduação e pesquisa em administração, Rio de Janeiro. **Anais... ENANPAD**, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- BM&FBOVESPA. **Segmentos de Listagem**. BM&FBOVESPA, Disponível em: <www.bm&fbovespa.com.br>. Acesso em: jan. 2013.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRDARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. 1. ed. São Paulo: Thomson Learning, 2007.
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CEPEFIN – Centro de pesquisa em finanças, equipe de professores do INEPAD. **Análise financeira fundamentalista de empresas**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- FERNANDES, Nirlene A. C.; DIAS, Warley O.; CUNHA, Jacqueline V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. **Organizações em contexto**, n. 11, P. 22-44, 2010.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origem da boa governança**. IBGC, Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: jan. 2013.
- IUDÍCIBUS, Sergio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LEHMANN, Erik; WARNING, Susanne; WEIGAND, Jürgen. Governance structures, multidimensional efficiency and firm profitability. **Journal of Management and Governance**, v. 8, n. 3, p. 279-304, 2004.
- LOPES, Alexsandro B. A teoria dos contratos, governança corporativa e a contabilidade. In: LOPES, Alexsandro Broedel; IUDÍCIBUS, Sergio de. (Coords.). **Teoria avançada da contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- LOVE, Inessa. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, 2011.
- MACEDO, Marcelo A. S.; CORRAR, Luiz J. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 4, n.1, p. 42-61, jan./abr. 2012.
- MARTINS, Eliseu; DINIZ, Josedilton A.; MIRANDA, Gilberto J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- MARTINS, Gilberto A.; LINTZ, Alexandre. **Guia para Elaboração de Monografias e Trabalhos para Conclusão de Cursos**. São Paulo: Atlas, 2000.

- PESTANA, Maria H.; GAGEIRO, João N. **Análise de dados para ciências sociais: A complementaridade do SPSS**. 2. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2000.
- RENDERS, Annelies; GAEREMYNCK, Ann; SERCU, Piet. Corporate-governance ratings and company performance: a cross-european study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n.2, p. 87-106, 2010.
- ROSSETTI, José P. Governança e finanças corporativas: uma abordagem conceitual das interfaces. In: GALVÃO, Alexandre; OLIVEIRA, Virgínia I. (Coords.). **Finanças corporativas. Teoria e prática empresarial no Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- SAMI, Heibatollah; WANG, Justin; ZHOU, Haiyan. Corporate governance and operating performance of chinese listed firms. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 20, p. 106-114, 2011.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SIEGEL, Sidney; CASTELLAN JR., N. John. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- SILVA, André L. C.; LEAL, Ricardo P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, 2005.
- SILVA, José P. **Análise financeira das empresas**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- SILVEIRA, Alexandre D. M.. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em administração), São Paulo: Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.
- SILVEIRA, Alexandre D. M.; BARROS, Lucas A. B. C. Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, 2008.
- SILVEIRA, Alexandre D. M.; BARROS, Lucas A. B. C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2006.
- TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. Dissertação (Mestrado em ciências contábeis), São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2006.