
BONITINHAS, PORÉM ORDINÁRIAS: EMPRESAS LISTADAS NOS ALTOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 APRESENTAM DESEMPENHO SUPERIOR?**CUTE, BUT ORDINARY: DO COMPANIES LISTED IN B3'S HIGH LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE SHOW SUPERIOR PERFORMANCE?****Daniel Knebel Baggio**

Professor Universitário

Universidade Regional do Noroeste do Rio Grande do Sul – UNIJUI – Rua do Comércio, 3000, Bairro Universitário. IJUI – RS CEP: 98700-000

e-mail: baggiold@unijui.edu.br

Ana Luisa Borsatto

Mestranda em Desenvolvimento Regional pelo PPGDR/ UNIJUI

Universidade Regional do Noroeste do Rio Grande do Sul – UNIJUI – Rua do Comércio, 3000, Bairro Universitário. IJUI – RS CEP: 98700-000

e-mail: ana.borsatto@sou.unijui.edu.br

Resumo

Este estudo busca compreender como os níveis de Governança Corporativa impactam no desempenho financeiro das empresas listadas na B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), desta maneira, realiza-se a análise dos dados coletados durante os anos de 2012 a 2016, e assim, consegue-se relacionar tais dados, aos conceitos teóricos abordados. De modo específico, busca-se analisar os índices de endividamento e índices de rentabilidade de 60 empresas que contemplam a carteira de janeiro a abril de 2016 do IBOVESPA. Apesar das práticas de governança corporativa influenciar no comportamento e desempenho das organizações, não se pode afirmar que os níveis diferenciados de governança corporativa, afetam diretamente o desempenho financeiro destas organizações, mesmo apresentando boa rentabilidade, o grau de endividamento segue alavancado para maioria das empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Níveis de Governança Corporativa; Bovespa; B3.

Clasificación JEL: G15 - Mercados Financieros Internacionais; G30 - Finanças Corporativas e Governança em Geral.

Abstract

This study seeks to understand how the levels of Corporate Governance impact the financial performance of companies listed on the B3 (Bolsa, Brasil, Balcão), in this way, the analysis of the data collected during the years 2012 to 2016 is carried out, and thus, it is possible to relate such data to the theoretical concepts addressed. Specifically, it seeks to analyze the debt ratios and profitability ratios of 60 companies that comprise the IBOVESPA portfolio from January to April 2016. Although corporate governance practices influence the behavior and performance of organizations, it cannot be said that the different levels of corporate governance directly affect the financial performance of these organizations, even with good profitability, the degree of indebtedness remains leveraged for most companies.

Key Words: Corporate Governance; Corporate Governance level; BOVESPA; B3

JEL Classification: G15 - International Financial Markets; G30 - Corporate Finance and General Governance.

1. INTRODUÇÃO

Crises 24rincipios no século 24rinci, como a grande depressão de 1929, levaram as empresas a encararem situações como, queda de demanda, concorrência acirrada e instabilidade financeira, o que acabou exigindo diversos ajustes nos processos de produção, 24rincipios, práticas de gestão e estratégias. Turbulências ocorridas em todos os mercados exigem 24rincipios24s para desenvolver ações e tomar decisões organizacionais, com 24rinci de gestão superior e que promova a capacidade de aprendizado e seja capaz de gerenciar fluxos de recursos e de habilidades que construam e alavanquem tais 24rincipios24s. Deste modo, os estudos em relação à Governança Corporativa ganharam estímulos, onde este modelo de gestão agrega vantagens competitivas e melhora o desempenho empresarial.

A Governança Corporativa é um sistema por meio do qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo 24rinci, 24rincipios, conselho de administração, órgãos de fiscalização e demais partes 24rincipios24, onde são alinhados 24rincipio com a finalidade de preservar e otimizar o valor 24rincipio de longo prazo da organização, facilitado o acesso a recursos e colaborando para a qualidade da gestão da organização, longevidade e o bem comum. De 24rinci com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, em que 24rinci, 24rincipios, conselho de administração, órgãos fiscalizadores e demais interessados, se relacionam. A implementação deste sistema não se limita ao tipo ou porte da organização. A governança corporativa motiva empresas a serem mais efetivas e eficientes por meio da adoção de diversas ferramentas gerenciais, o que gera o melhoramento do seu desempenho.

No Brasil, a Governança Corporativa teve seu marco de 24rinci em 1995, através da criação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração) que em 1999

tornou-se o IBGC, (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), mesmo que existam estudos sobre a temática em décadas anteriores. No ano 2000, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), lançou os segmentos diferenciados de Governança Corporativa, que distinguem do Mercado Tradicional de capitais, pois neles são negociadas as ações de empresas que apresentam bons indicadores de governança.

Este mercado diferenciado foi dividido em níveis, Tradicional, Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Estes níveis estão 25rincipios25s em escala ascendente de adoção das práticas de governança, ou seja, quanto mais próximo ao Novo Mercado, melhores e mais rigorosos serão os mecanismos de governança adotada pelas empresas, refletindo no grau de 25rincipios25s25 e 25rincipios 25rincipios25s pela B3 para as empresas que desejam 25rincipi no mercado diferenciado de capitais.

Diante do exposto, o objetivo do presente estudo é 25rincipios se as empresas listadas nos níveis elevados de governança corporativa da B3 obtém desempenho financeiro diferenciado. Para o alcance do presente objetivo do estudo, este artigo está estruturado em etapas, no qual são trabalhadas as temáticas relacionadas aos conceitos de Governança Corporativa e seus 25rincipios, os Níveis de Governança Corporativa, a Governança e os indicadores de endividamento e rentabilidade.

2. METODOLOGIA DA PESQUISA

Entende-se por metodologia o estudo sistemático, a pesquisa e investigação, ou seja, é o estudo dos caminhos a serem seguidos, dos instrumentos usados para a realização do estudo. Deste modo, esta etapa aborda os procedimentos metodológicos adotados para a elaboração do estudo.

2.1. Classificação da pesquisa

Existem diversas tipologias de pesquisa relacionadas à classificação de pesquisas, sendo que para este estudo foram adotados os conceitos propostos por Zamberlan et al. (2016), onde classifica-se o estudo quanto à natureza, à abordagem, aos objetivos.

Pesquisa quanto à Natureza, pode ser classificada como Pesquisa Básica e Pesquisa Aplicada. A pesquisa Aplicada procura gerar conhecimento para serem aplicados na prática, com vista em solucionar problemas específicos da realidade. (ZAMBERLAN et al., 2016). Desta maneira, este estudo classifica-se como Pesquisa Aplicada quanto à Natureza, pois busca compreender de maneira clara como os níveis de Governança corporativa impactam no desempenho financeiro das empresas listadas na IBOVESPA, onde busca-se responder o problema através da análise de informações coletadas destas empresas.

Quanto à Abordagem, para Zamberlan et al. (2016) a pesquisa Quantitativa leva em consideração tudo que pode ser traduzido em número, como opiniões e informações, podendo ser classificadas e analisadas, para isso são utilizadas técnicas estatísticas. Já pesquisa Qualitativa conforme explica Zamberlan (2016) leva em consideração a relação dinâmica que existe entre o mundo real e o sujeito, a subjetividade existente que

não é possível traduzir em números. É uma pesquisa descritiva, não são utilizadas técnicas estatísticas.

Deste modo, no que se refere à Abordagem, a pesquisa se classifica como quantitativa, pois são utilizados métodos estatísticos para analisar os dados financeiros coletados das empresas listadas da B3, durante o período de cinco anos. Ainda pode-se classificar como qualitativa, pois é analisado de forma descritiva os dados coletados e elaboração de gráficos para o melhor entendimento das análises. Vale ressaltar que foram utilizados métodos quantitativos para realização de cálculos e testes, para que assim fosse possível uma análise do grau de endividamento e de rentabilidade das empresas estudadas.

Segundo Zamberlan et al. (2016) a pesquisa Descritiva tem como objetivo identificar, expor e descrever os fatos que estão sendo estudados. Assim, quanto aos objetivos, este estudo trata-se de uma pesquisa descritiva, pois considerando ainda a classificação proposta por Vergara (2000) tal pesquisa expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno - neste estudo, as empresas listadas na B3 que adotem o sistema de governança corporativa – e estabelecendo relações entre as variáveis, através de método padrão na coleta e análise de dados.

2.2. Universo Amostral

O Universo Amostral refere-se ao conjunto de elementos (empresas, serviços, pessoas) que possuem características que serão objeto do estudo. A amostra é uma parcela selecionada que servirá como base para o estudo onde esta tenha representatividade (ZAMBERLAN et al., 2016). Neste estudo, estão inseridas no Universo populacional todas as empresas listadas na B3. Já amostra corresponde, a todas as empresas que fazem parte do IBOVESPA, no período de janeiro a abril de 2016, sendo que todas foram utilizadas para realização do estudo, correspondendo a um total de 60 (sessenta) empresas.

Os sujeitos da pesquisa, conforme explica Vergara (2000) “são as pessoas que fornecerão os dados de que você necessita”. Ou seja, as pessoas que fornecem informações, através de entrevistas e questionários. Por se tratar de um estudo que identifica as empresas que fazem parte do IBOVESPA e análise do seu desempenho conforme o nível de governança adotado, não foi realizada aplicação de entrevista ou questionário para obtenção destas informações. Tais informações foram obtidas através do site em que as mesmas estão listadas. Sendo assim, o sujeito da pesquisa são as próprias empresas estudadas. As empresas estudadas são as que contemplam a carteira de janeiro a abril de 2016 da IBOVESPA, o que totaliza 60 empresas.

O processo de coleta de dados constitui-se através do planejamento, execução e sistematização. Para a elaboração deste estudo foi utilizado uma amostra de empresas que utilizam o sistema de Governança Corporativa listadas na B3, sendo que, segundo Zamberlan et al (2016) a amostragem refere-se a um subgrupo da população, com características semelhantes, que foi selecionado para o estudo.

Para a coleta dos dados deste estudo, utilizou-se a pesquisa bibliográfica, com dados secundários, do site da B3, de onde foi obtido dados pertinentes a amostra utilizada para o estudo. Inicialmente foram selecionadas todas as empresas que faziam parte da B3. Em seguida foram selecionadas as 60 (sessenta) empresas que faziam parte da carteira do Ibovespa no período de janeiro à abril de 2016. Logo as empresas foram classificadas a partir do nível de governança classificada pela B3, chegando-se a seguinte composição do índice: mais da metade estão inseridas no Novo Mercado, representando 63,3%; 18,3% fazem parte do Nível 1; 10% do Nível 2; e 8,3% do Mercado Tradicional.

Após a identificação das empresas realizou-se a coleta de dados para analisar o desempenho destas empresas, no que se refere ao grau de endividamento e rentabilidade, podendo assim identificar o desempenho de performance das empresas que possuíam altos níveis de governança corporativa. Para isto foram coletadas e analisadas as informações referente ao período de 2012 a 2016.

2.3. Análise e interpretação dos dados

Na análise e interpretação, os dados necessitam de tratamento, o que leva o pesquisador à teorizar sobre eles, realizando confronto entre a teoria abordada anteriormente e a investigação realizada (ZAMBERLAN et al., 2016).

Para a realização de análise dos dados coletados, utilizou-se o software SPSS 12.00 e ainda análises do Microsoft Excel. Neste estudo foram realizadas análises descritivas e análise de cluster das medidas de endividamento e rentabilidade. Na análise descritiva buscou-se apresentar a frequência das empresas em relação aos indicadores de endividamento e rentabilidade com o auxílio de software SPSS 12.00, descrevendo os resultados apresentados. Na análise cluster, foram formados 04 grupos, para que assim fosse possível identificar o desempenho em comum das organizações e posteriormente, descrever os resultados.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico contempla o embasamento que permite a elaboração e compreensão da pesquisa, abordando conceitos relacionados à governança corporativa e desempenho financeiro das empresas listadas na B3.

3.1. Conceitos

Conforme o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2018, p.20), o IBGC define a governança corporativa como “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.

Para Andrade e Rossetti (2006), há cerca de 20 anos a compreensão, internalização e exercícios da governança corporativa se tornam importantes desafios para a gestão. A governança corporativa constitui-se através de fundamentos sólidos, definidos por princípios éticos.

As boas práticas da governança corporativa possuem a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor econômico de longo prazo da organização, para facilitar o acesso aos recursos e contribuir para a qualidade da gestão. As boas práticas convertem os princípios básicos em recomendações objetivas, o que gera o alinhamento dos interesses (CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC 2015).

De acordo com Silveira (2005), a governança corporativa afeta o desempenho das organizações, pois estas utilizam às práticas recomendadas pelos agentes de mercado, assim podem obter melhores resultados e conseqüentemente serão melhores avaliadas pelo mercado em relação ao preço de suas ações, se comparadas às empresas que não possuírem uma estrutura de governança tão bem adequada.

As empresas que migraram para o mercado diferenciado, ou seja, aquelas que adotaram as melhores práticas de governança corporativa possuem índices de rentabilidade mais animadores do que empresas não adotaram e seguiram negociando no mercado tradicional (CARVALHO, 2003).

Para Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa garante aos fornecedores de recursos, sendo eles acionistas e investidores, que recebam o retorno sobre o investimento realizado.

3.2. Os 4 princípios de Governança Corporativa

O Código das Melhores Práticas da governança corporativa-IBGC (2015), diz que os princípios básicos estão relacionados em todas as práticas, e a se adotada de forma adequada resultará em um ambiente confiável interno e em relações com terceiros. Assim o IBGC define quatro princípios básicos para a Governança Corporativa: Transparência, Equidade, Prestação de Contas (accountability) e Responsabilidade Corporativa.

3.3. Níveis de Governança Corporativa da B3

Nos anos 70, as leis que disciplinavam o mercado de capitais não tiveram o objetivo de definir condições sólidas de governança, e por este meio, criar um mercado que estimulasse o crescimento empresarial em vista de melhorar as práticas de gestão.

A partir dos anos 90 um conjunto de fatores levou à revisão das condições das instituições e processos de governança, como exigências em virtude da abertura do mercado para participação ativa de investidores. Conforme explica Andrade e Rossetti (2006, p. 438), "a importância da boa governança corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais e do país... tem levado a recomendações e a mecanismos de adesão voluntária, como alternativas compensatórias".

No ano 2000 a B3 criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, onde foram inseridas novas iniciativas a fim de responder à necessidade de melhores padrões de governança das empresas no Brasil (ANDRADE E ROSSETTI, 2006).

O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa foram criados com o objetivo de proporcionar aos investidores e as companhias, maior interesse e valorização das negociações. O Níveis de Governança 1 e 2, são para empresas que já estão sendo negociadas no mercado Tradicional, e que queiram aderir às condições impostas para a diferenciação. O Novo mercado possui maior foco para empresas que irão abrir o capital (ANDRADE E ROSSETTI, 2006).

3.4. Indicadores financeiros

Os índices financeiros para Damodaran (2003, pg. 100) “são um subproduto dos demonstrativos financeiros e oferecem medidas padronizadas da lucratividade e grau de risco de uma empresa”. Portanto, antes de ser realizada a análise do desempenho das empresas estudadas é fundamental compreendermos os conceitos de indicadores de endividamento e de rentabilidade e quais indicadores serão olhados para realização de tais análises.

A análise dos índices de endividamento demonstra a política adotada pelas organizações para a obtenção de recursos, assim, é possível identificar o grau em que as empresa possuem o seu ativo financiado por terceiros. Os índices variam de acordo com as decisões estratégicas adotadas pelas organizações, onde relacionam-se as fontes de recursos (Lampert, Boratti, Kuhn, 2012).

Na análise endividamento, foram utilizadas medidas como Fundos Gerados pela Operação (FGO), Dívida, Lucros, Juros, Fluxo de Caixa das Operações (FCO), e Fluxo de Caixa Livre (FCL) (Edital Mantenedoras, 2017).

A análise de rentabilidade indica o retorno que o empreendimento está proporcionando. Assim, a rentabilidade pode ser medida de diversas formas, uma delas é em relação ao capital empregado na obtenção do retorno sobre investimento (DAMODARAN, 2003).

Para análise da rentabilidade, utiliza-se medidas como, Retorno sobre o Investimento (RI), Lucro Líquido (LL) e Ativo Total (AT). Outro indicador trabalhado é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (PL) (LAMPERT, BORATTI, KUHN, 2012).

Damodaran (2003) ainda contribui com o pensamento de que a análise do retorno sobre os ativos de uma empresa possibilita medir a sua eficiência operacional para geração de lucros a partir de seus ativos, antes de serem considerados os resultados de financiamentos.

Para Neto (2001) analisar os indicadores de ações pode refletir no desempenho sobre o valor do mercado das ações. Para ele, a evolução das cotações de mercado geralmente é vista nos indicadores da análise, o que permite inclusive estabelecer tendências futuras.

4. RESULTADOS

Nesta etapa são apresentados os resultados obtidos através da coleta de dados e suas respectivas análises. A partir deste momento, será tratada a análise de endividamento, que conta com a análise descritiva e a análise cluster. Outro item tratado neste capítulo é a análise de rentabilidade. Em todas as análises, busca-se relacionar o nível de governança corporativa ao desempenho das organizações.

4.1. Análise de endividamento

Neste momento serão tratadas as análises referentes ao endividamento das empresas listadas na B3, onde constitui-se de análise descritiva e análise cluster. Para realização das análises foi utilizado o quadro de indicadores de endividamento disponibilizado pelo Ministério da Educação, através de edital publicado em 2017, como referência para os cálculos e definição da classificação do Grau de Alavancagem de endividamento.

Foram classificadas as 60 empresas estudadas de acordo com o Nível de governança corporativa que as mesmas têm adotado para realização da gestão de suas atividades durante o período de 2012 a 2016. Ao relacionar os níveis da Governança Corporativa com a frequência em que classificam-se as empresas no ano de 2012 a 2016, é possível identificar que, mais da metade das empresas que integram o IBOVESPA optam pelas práticas de Governança do mercado diferenciado, e assim 65% do total de empresas estudadas, estão inseridas no Novo Mercado (NM). No Nível 1 (N1) estão elencadas 18,3% das empresas. O Nível 2 (N2) é representado por 10% das empresas e o Mercado Tradicional (T) por 6,7% do total das empresas estudadas.

No período estudado, que compreende o ano de 2012 a 2016, o grau que se refere aos Fundos Gerados pela Operação (FGO) sobre a Dívida, para 90% das empresas listadas, era altamente alavancado, sendo que do total de empresas analisadas, 10% não possuíam classificação do nível de alavancagem, ou seja, não apresentaram informações suficientes para apuração desta medida de endividamento. Sendo assim, no índice FGO/Dívida, o grau de alavancagem não sofreu influência pelo nível de governança adotado pelas empresas. Ao relacionar os anos estudados, nota-se que a situação permanece a mesma, ou muito semelhante, o que impossibilita relacionar este desempenho ao nível de governança.

É válido lembrar que o desempenho organizacional está atrelado aos níveis de Governança Corporativa, adotado pelas empresas, mas este desempenho evidencia-se nos indicadores de rentabilidade. Assim como já citado no referencial, conforme os autores Correia e Amaral (2008), as boas práticas da governança, se tratando na análise de endividamento, refletem principalmente na obtenção de capital para realização de projetos, possibilitando que as empresas se tornem mais eficientes e competitivas.

Ao analisar os dados que referem-se ao índice da Dívida sobre o EBITDA, no ano de 2012 a frequência apresentada no grau Altamente Alavancado era de 53,3% das empresas. No ano de 2016 este número teve uma redução, encerrando com 38,3% das empresas apresentando grau altamente alavancado. Ainda, outro indicador que

demonstra o melhoramento no índice é o grau Mínimo, que teve aumento, passando de 31,7% no ano de 2012, para 43,3% no ano de 2016.

Ao relacionar o grau de alavancagem aos níveis de governança corporativa, no ano de 2012, percebe-se que das 53,3% empresas que possuíam perfil Altamente Alavancado, 41,7% das empresas adotaram as práticas de Governança Corporativa do Novo Mercado, 6,7% empresas do Nível 1, 3,3% empresas do Nível 2, e 1,7% do mercado Tradicional. As empresas que apresentam baixo risco, ou seja, grau de alavancagem Mínimo, formam 31,7% do total que foram analisadas, destas, 18,3% são empresas que estão no Novo Mercado, 5% Nível 1, 5% Nível 2, e 3,3% mercado Tradicional. No ano de 2013, as empresas mantiveram o mesmo grau de alavancagem apresentado no ano anterior, onde o grau Altamente alavancado manteve-se sendo o mais apresentado pelas organizações.

Já nos anos 2015 e 2016, o cenário no âmbito do endividamento sofreu algumas mudanças. O Nível 1 de Governança Corporativa, representa 18,3% das empresas estudadas, sendo que destas, em relação à Dívida sobre o EBITDA, 1,7% não apresentaram informações no ano de 2015, representando uma diminuição em relação ao ano anterior. 5% das empresas possuíam grau Altamente alavancado e 11,7% apresentavam grau Mínimo, ou seja, em sua maioria, as empresas apresentaram baixo risco nesta análise.

No ano de 2016, na Dívida sobre EBITDA, o nível Novo Mercado, demonstrava que 30% das empresas possuíam grau Altamente Alavancado e 25% grau mínimo, repetindo os índices do ano anterior. Neste momento percebe-se uma diferenciação no grau de endividamento apresentado pelas empresas. Sabe-se que o EBITDA é um indicador que utiliza resultado líquido, sendo assim, a análise feita por Prociány e Verdi (2009) que destaca que as empresas que adotam práticas do mercado diferenciado demonstram maior liquidez estão de acordo com os resultados apresentados, evidencia-se que as empresas apresentam diferentes classificações por grau de alavancagem.

A análise dos indicadores FGO sobre Juros demonstra que cerca de 90% apresentaram grau altamente alavancado, sendo que, nos anos de 2012, 2013 e 2014, quase 10% das empresas não apresentaram informações para possível análise. Apenas no ano de 2014, 1,7% das empresas conseguiram diminuir o grau de risco financeiro, sendo classificado como grau de alavancagem Mínimo, porém nos anos seguintes, estas empresas voltam a apresentar grau de alavancagem de maior risco.

Destaca-se nesta análise, empresas que apresentaram grau de endividamento melhor em relação as demais, são empresas que adotam as práticas do mercado diferenciado. Assim, como exemplo, no ano de 2014 a EMBRAER apresentou grau de alavancagem Mínimo, empresa esta, que adota as práticas do Novo Mercado. No ano de 2015, esta mesma empresa, passou a apresentar grau de alavancagem Agressivo. Já no último ano a empresa que passou a apresentar grau de alavancagem Agressivo foi a empresa Klabin S.A., sendo que esta adota as boas práticas do Nível 2 da governança.

Na análise dos indicadores EBITDA sobre os juros, percebe-se que o grau Altamente Alavancado, durante todos os anos foi o mais frequente, e mesmo com o passar dos

anos, poucas empresas conseguiram melhorar seu desempenho para que fosse possível obter grau de alavancagem de menor risco. Assim nos anos de 2012 a 2016, aproximadamente 90% das empresas apresentavam grau altamente alavancado, o que impossibilita relacionar ao nível de governança adotado por elas.

No ano de 2012 a empresa que apresentou o grau de alavancagem Agressivo foi a Eletrobrás, que adota as práticas do mercado Tradicional. No ano de 2014, a empresa Rumo S/A que adota práticas do NM também obteve o grau de endividamento Agressivo. Já no ano de 2015, a empresa Bradespar, que adota as práticas do Nível 1, também obteve o mesmo grau de Alavancagem. Por fim, a empresa a Ecorodovias, que possui práticas do Novo Mercado, alcançou o mesmo grau. A empresa Embraer atingiu o Grau Modesto, ela é uma empresa classificada com o nível Novo Mercado. Deste modo, assim como citado anteriormente, estes indicadores não permitiram relacionar seu desempenho com o nível de governança adotado pelas empresas.

Neste momento é realizada análise do nível de alavancagem das empresas, quanto ao Fluxo de Caixa das Operações sobre o índice de endividamento, o que permite identificar se o fluxo de caixa operacional tem capacidade de cumprir com suas obrigações e realizar investimentos.

Ao comparar o desempenho das organizações listadas na B3, no que se refere ao FCO sobre a Dívida, pode-se concluir que as empresas não conseguiram, no decorrer dos 5 (cinco) anos, realizar melhoramento em seus indicadores de endividamento. Assim, no ano de 2016 as mesmas empresas que em 2012 apresentavam estar com o grau de endividamento alavancado, seguem apresentando tais resultados.

A maior parte das empresas estudadas fazem parte no Novo mercado, e destas, no ano de 2012, 33,3% possuíam grau Altamente Alavancado, no que se refere a fluxo de caixa livre sobre a dívida, 26,7% das empresas apresentaram grau Agressivo, 1,7% grau Mínimo e 3,3% das empresas não apresentaram dados para realização da análise. Ainda, das empresas que adotaram as práticas do Nível 1, 8,3% possuíam perfil Agressivo, 5% Altamente alavancado e 5% não apresentaram dados para a análise. Do Nível 2, 6,7% possuíam grau Agressivo, 1,7% Altamente alavancado e 1,7% não apresentou dados. Nos anos 2013 e 2014, os resultados foram os mesmos.

Relacionando o ano de 2015 aos anos anteriores, o Novo Mercado foi o nível que demonstrou alteração mais notável, aumentando de 26,7% para 41,7% as empresas que possuíam grau Agressivo. Visivelmente estas empresas passaram a adotar práticas que modificaram o seu perfil para Altamente Alavancado, já que o índice diminuiu de 33,3% para 15% em relação ao ano anterior. No ano de 2016, as empresas apresentaram o mesmo grau de alavancagem do ano de 2015.

Os índices demonstram o grau de endividamento das empresas, e é possível afirmar que em todos os anos analisados, as empresas obtiveram um risco financeiro alto, já que em sua grande maioria, os graus enquadravam-se em Agressivo ou Altamente alavancado. A análise do grau de endividamento em relação aos níveis de governança corporativa adotada pelas organizações é de grande importância neste estudo, pois a partir dela, consegue-se identificar se estes níveis impactam no desempenho destas.

Ao realizar a análise cluster, o estudo buscou identificar por meio do software SPSS 12.00, os resultados referentes ao endividamento das organizações e relacionar aos níveis de governança corporativa. Este software realiza o cálculo da média dos resultados, enquadrando cada empresa em um grupo.

Os grupos são classificados como Grupo 1, 2, 3 e 4 e as empresas são enquadradas de acordo com seus indicadores de endividamento por ano. O Grupo que apresenta média geral do índice de endividamento mais elevado é o grupo 1, e o Grupo com a média geral mais baixa é o grupo 4, ou seja, no primeiro grupo encontram-se as empresas que possuem maior risco financeiro, e no grupo 4 empresas com menor risco.

Realizando a análise cluster do ano de 2012, identificou-se que 83,3% das empresas enquadraram-se no grupo 1, no qual o risco financeiro torna-se alto, sendo que destas, 51,7% eram empresas do Novo Mercado, apresentando assim grau altamente alavancado. No grupo encontram-se os índices de endividamento não tão elevado, apenas 1,7% das empresas apresentaram estar com a saúde financeira mais estável, e estas sendo do Novo Mercado.

No ano de 2013, os índices não sofreram alterações significativas em relação ao ano anterior e inclusive, aumentaram as empresas que apresentaram grau Altamente Alavancado, Grupo 1, totalizando 91,7% das empresas, sendo que destas 56,7% eram do Novo Mercado. O Nível 1 que no ano anterior apresentava 15% das empresas no Grupo 1 e 1,7 no Grupo 3, neste ano de 2013 apresentou aumento no Grupo 1, chegando a 18,3%, não pertencendo nenhuma empresa do Nível 1, no Grupo 2 e 3, e 1,7% das empresas no grupo 4.

Ao analisar o ano de 2014, percebe-se que segue aumentando a quantidade de empresas que apresentam o grau Altamente Alavancado, já que neste ano, 95% de empresas classificaram-se no Grupo 1. Vale lembrar que neste índice de endividamento enquadraram-se as empresas que apresentaram as maiores médias de endividamento. Do total de empresas que estavam no Grupo 1, 58,3% eram do Novo Mercado, índice este que também aumentou em relação ao ano anterior.

As empresas do Novo Mercado no ano de 2015 mantiveram os mesmos índices em relação ano anterior, ou seja, 58,3% pertencendo ao Grupo 1. No total pertencentes ao Grupo 1, além do NM, 16,7% eram do Nível 1, 8,3% do Nível 2 e 8,3% do mercado Tradicional. Em relação ao ano anterior o único nível que apresentou alteração foi o Nível 1, que passou a ter 16,7% das empresas apresentando estar no Grupo 1, o que significou uma melhora no desempenho financeiro de 3,3% das empresas.

No ano 2016, último ano a ser analisado, o total de empresas que apresentaram grau de endividamento Altamente Alavancado, ou seja, pertencentes ao Grupo 1, voltou a subir, chegando a 95% das empresas, e destas, 58,3% eram empresas do Novo Mercado, 18,3% do Nível 1, 10% do Nível 2 e 8,3% do mercado Tradicional. Do Nível 1, as empresas que se encaixavam no Grupo 2 e 3, passaram a ser do Grupo 4 e 1.

Verifica-se assim, que, em relação ao grau de endividamento e os índices de endividamento, as análises apresentaram que as empresas possuem um perfil financeiro

de alto risco. As empresas que apresentaram maior grau de alavancagem foram empresas do Novo Mercado.

Passamos agora a olhar para a rentabilidade das empresas, de acordo com os níveis de governança adotados por ela, e buscar compreender se tais níveis, impactam no desempenho da rentabilidade.

4.2. Análise de rentabilidade

A análise da rentabilidade apresentada neste momento relaciona as variáveis dos demonstrativos de resultado financeiro das empresas listadas na B3, procurando analisar a capacidade destas empresas de gerarem retorno, e assim, identificar se os níveis de governança estão atrelados ao desempenho das mesmas.

Os dados analisados referem-se aos índices de rentabilidade durante o período de 2012 a 2016. Através das análises fica visível que em todos os anos as empresas do Novo Mercado têm mostrado se destacar em seus resultados, tanto que, este é o nível mais adotado pelas 60 organizações listadas na B3. Na rentabilidade das ações, em todos os anos analisados, as empresas que obtiveram melhores resultados foram empresas que adotam as práticas do Novo Mercado.

Conforme a proposta de identificar o desempenho das organizações que adotam as práticas dos níveis de Governança Corporativa, procura-se neste momento, atrelar a rentabilidade das empresas ao Nível de Governança adotada por elas. Assim, é realizado o cálculo da média, das medidas de rentabilidade, para identificar quais destes níveis permitem maiores retornos às organizações.

Identifica-se assim que a média da rentabilidade da Ação mais alta apresentada é no Nível 2 (N2), onde calculou-se uma média de 21,94%. Tal média se justifica pelo retorno gerado no ano de 2016. O índice de retorno neste ano foi elevado resultando em uma média total de 114,75%.

O Nível 1 (N1) é o qual, apresenta melhor índice de rentabilidade no que se refere ao Lucro Líquido sobre o Patrimônio Líquido, quando assim, tratado a média geral das medidas. Este nível apresenta média total para a medida LL/PL de 12,19%. Este nível chama a atenção ainda no ano de 2016, em que a No mercado Tradicional, a medida da rentabilidade por ação, têm demonstrado bons resultados assim como as empresas que adotam práticas do mercado diferenciado. Agora, se analisadas as medidas que utilizam os resultados líquidos, LL/AT e LL/PL, os dois níveis que apresentaram melhor média de desempenho, são considerados os mais altos na Governança Corporativa.

Desta maneira, pode-se relacionar os resultados obtidos, ao referencial apresentado neste estudo e afirmar que as práticas do Mercado diferenciado trazem melhorias na rentabilidade das empresas. Conforme Martins, Silva, Nardi (2006), empresas que adotam nível diferenciado, demonstram que a organização utiliza padrões de gestão e transparência superior, afetando de forma positiva a liquidez das ações.

O Novo Mercado é o nível de Governança Corporativa, no qual as empresas apresentaram melhor média quanto à medida do Lucro Líquido sobre o Ativo Total.

Assim, a média total apresentada pelas empresas neste nível chegou a 4,83%. As empresas do Novo Mercado, também apresentaram bom índice de rentabilidade das ações, tendo alcançado média de 15,45%, sendo esta, média melhor que das empresas do Nível 1.

Na análise cluster das medidas de rentabilidade, assim, como nas medidas de endividamento, é realizada a divisão em quatro grupos. No grupo 1, os indicadores obtidos são maiores, o que indica um maior retorno, já no grupo 4, os indicadores são menores, o que representa um menor retorno.

Ao realizar a análise do Lucro Líquido sobre o ativo total, identificou-se que no ano de 2012, 61,7% das empresas possuía seus indicadores de rentabilidade no grupo 1, o que representa uma alta rentabilidade sobre o ativo total, visto que 41,7% eram empresas do Novo Mercado. No ano de 2013, o aumento de empresas que passaram a pertencer ao grupo 1 é significativo. Apenas no Novo Mercado o aumento de empresas que passaram a apresentar grau de rentabilidade superior, passando de 41,7% no ano de 2012 para 50% no ano de 2013. O Nível 1 e o Nível 2 também apresentaram aumento das empresas no Grupo 1, em relação ao ano anterior.

Já no ano de 2014, em decorrência da piora nos índices de rentabilidade, o grupo 1 que no ano anterior contava com 73,3% das empresas, neste ano, passa a ter 55%. No ano de 2015, o Grupo 1, era composto por 81,7% das empresas. Este aumento se deve principalmente às empresas que adotam as práticas de governança do Novo Mercado, sendo que, somente neste nível, 20% das empresas, apresentaram desempenho superior. No último ano de análise, o grupo 1, segue sendo o grupo em que mais se encontram as empresas devido ao índice de rentabilidade apresentado por elas.

O índice do Lucro Líquido sobre o Patrimônio Líquido demonstra a capacidade de uma empresa recompensar os sócios e acionistas. Assim como na análise da medida anterior, no LL/PL, quanto maior o indicador obtido, melhor o desempenho da organização.

No ano de 2012 as empresas do Nível 2, demonstraram obter bons resultados de rentabilidade, onde todas, encontravam-se no grupo 1, grupo este com os melhores índices de retorno. No total 85% das empresas apresentavam possuir índices pertencentes ao grupo 1, sendo destas, 50% empresas do Novo Mercado. Deve-se levar em conta ainda, que no ano de 2012, a melhor média da medida LL/PL foi do Novo Mercado, o que novamente confirma a ideia de que o mercado diferenciado traz benefícios às empresas, no que se refere a lucro líquido, mesmo que existam empresas do NM que se enquadraram nos grupos 2, 3 e 4.

Ao analisar o ano de 2013, identificou-se que, no total das empresas optantes pelas práticas do Novo Mercado, 56,7% das empresas apresentam estar no Grupo 1. Do ano 2013 para o ano 2014, as empresas conseguiram manter seus índices dentro dos grupos de indicadores, não havendo alterações.

No ano de 2015 nota-se uma grande mudança em comparação ao ano anterior. Leva-se em conta o total das empresas que enquadravam-se no grupo 1, e percebe-se que neste grupo houve uma diminuição que passou de 93,3% no ano de 2014, para 80% no

ano de 2015, conseqüentemente, há um aumento de empresas que apresentam indicadores que constam no grupo 2, ou seja, estas empresas, obtiveram um rentabilidade inferior ao ano anterior.

Apesar de nem todos os indicadores terem melhorado, o índice de retorno obtido pelas empresas, no ano de 2016 foram classificadas como grupo 1, representando alta rentabilidade.

No ano de 2012 as empresas do mercado Tradicional apresentavam bons resultados de desempenho em relação às empresas do mercado diferenciado. Neste período, 3,3% das empresas do mercado T apresentavam os piores indicadores. Já para 38,3% das empresas do Novo Mercado, os indicadores da rentabilidade enquadram-se na média apresentada para o Grupo 2, grupo este que apresenta em segundo lugar os melhores índices. Empresas do Nível 2, também apresentaram bons índices de rentabilidade, estando nos grupos 1 e 2. A rentabilidade da ação no ano de 2012, teve maior média no Nível 2, sendo que 1,7% deste nível está no grupo 1 e 3,3% no grupo 2.

Para 33,3% das empresas do Novo Mercado, o índice de rentabilidade da Ação, apresentou-se entre os mais altos no ano de 2013, estando estas empresas no grupo 1, sendo que, ainda 10% das empresas deste nível encontravam-se no grupo 2. Analisando a média do índice isoladamente, nota-se que este, apresentou-se inferior em relação ao ano anterior, representando uma diminuição na média encontrada. As empresas do N2 por sua vez, apresentaram índices encontrados na média do grupo 1, assim, a rentabilidade das ações, neste nível, são consideradas elevadas em relação aos demais níveis.

No ano de 2016, as empresas do Novo Mercado são as únicas a apresentarem indicadores que enquadram-se no grupo 4. Porém, assim como no ano anterior, em 2016, 33,3% das empresas apresentam índices aptos ao grupo 1, onde a média desta medida melhorou em relação ao anterior. Apesar de 3,3% das empresas apresentarem baixa média de rentabilidade, em sua maioria, as empresas apresentaram possuir altos índices de rentabilidade.

Ao realizar a análise conjunta das medidas de rentabilidade, das empresas analisadas no período de 2012, destacaram-se ao apresentar um melhor desempenho nos resultados de rentabilidade, às empresas do Novo Mercado, onde 3,3% classificaram-se no Grupo 1, e 33,3% no Grupo 3, grupo este que apresenta a segunda melhor média de rentabilidade. As empresas do Nível 1, representadas na totalidade de 20% nas empresas listadas na IBOVESPA, demonstra que, 15% destas empresa, possuem indicadores de rentabilidade que enquadram-se no grupo 3, sendo este, o grupo que apresenta uma das piores médias obtidas.

Apesar das empresas que têm utilizado as práticas do Nível 1, Nível 2 e mercado Tradicional da governança corporativa, apresentaram em suas totalidades, bons índices de rentabilidade, pertencendo todas, ao Grupo 1 no ano de 2014, se relacionadas aos indicadores obtidos pelas empresas do Novo Mercado, as demais apresentaram indicadores inferiores.

A análise da rentabilidade apresentou que no ano de 2015 algumas empresas obtiveram desempenho superior ao ano anterior. Empresas dos níveis N1,N2 e T, que antes todas apresentavam fazer parte do Grupo 1, agora passaram a fazer parte do Grupo 2, e do Grupo 3. Já o Novo Mercado, segue sendo o único nível que as empresas estão no grupo 4. Além disto, algumas empresas deste mercado apresentaram melhorar seu desempenho, em relação ao ano anterior, passando a apresentar médias do grupo 3.

Os indicadores do Nível 1 da governança corporativa demonstraram que no ano de 2016, a média do retorno das empresas piorou em relação ao ano anterior, já que 3,3% das empresas, que antes estavam no grupo 1, passaram a fazer parte do grupo 2. O Novo Mercado seguiu apresentando as melhores médias de rentabilidade, estando 56,7% das empresas no grupo 1.

Assim, conclui-se nesta análise, que as empresas do Novo Mercado, têm apresentado as melhores médias de rentabilidade, sendo que, sempre neste nível houveram empresas que apresentavam indicadores para o Grupo 1 e 2. Deste modo, evidenciam-se as teorias apresentadas, conforme referencial, onde apresenta-se a defesa de que os níveis de governança proporcionam às empresas melhor desempenho, mesmo que em determinados momentos algumas empresas optantes pelos níveis mais elevados de governança também obtiveram enquadramento nos grupos 3 e 4.

5. CONCLUSÃO

Após realizadas as análises, pode-se afirmar que, as empresas do mercado diferenciado, bem como as empresas do mercado Tradicional, apresentaram grau de endividamento, na maioria dos indicadores, Altamente Alavancado. Deste modo, percebe-se que quanto ao grau de endividamento, os níveis não interferem no grau de alavancagem, mas para Shleifer e Vishny (1997) a governança corporativa assegura aos fornecedores de recursos, que obtenham o retorno investido, assim, a governança prevê o cumprimento das obrigações contratas pelas organizações.

De acordo com os objetivos propostos na busca de relacionar os níveis de governança ao desempenho organizacional, na análise de rentabilidade foi possível identificar com maior clareza a influência das práticas do mercado diferenciado. Assim, conforme os objetivos estabelecidos foi possível analisar o comportamento financeiro das empresas listadas na B3 durante o período de 2012 a 2016. As empresas enquadradas nos níveis mais elevados de governança corporativa da B3, como do Novo Mercado, apresentaram neste, medidas mais elevadas de rentabilidade, assim como empresas classificadas no Nível 2. É possível identificar que dentre as empresas com maior rentabilidade nos anos estudados, as empresas do Novo Mercado sempre apresentaram rentabilidades superiores.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOVESPA. Código Brasileiro de Governança Corporativa: Companhias Abertas. Grupo de Trabalho Interagentes; coordenação Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2016.

DAMODARAN, Aswath, Avaliação de Investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.

FORTUNA, EDUARDO. Mercado financeiro : produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

NETO, ALEXANDRE ASSAF. Mercado financeiro. São Paulo: Atlas, 2001.

NETO, ALEXANDRE ASSAF. Finanças corporativas. São Paulo: Atlas, 2009.

PANTOJA, TERESA; ZIBORDINI, CHRISTOPHER. Os níveis diferenciados de práticas de governança Corporativa da BOVESPA.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. Revista Brasileira de Finanças, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

TÉLES, Cristhiane Carvalho, Análise dos Demonstrativos Contábeis Índices de Endividamento, agosto de 2003.

VERGARA, SYLVIA CONSTANT, Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração. São Paulo: At, 2000.

ZAMBERLAN, Luciana et al. Pesquisa em ciências sociais aplicadas. Ijuí: Ed. Unijuí, 2014/2016.