

OS IMPACTOS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO RESULTADO ECONÔMICO DA ENTIDADE

THE IMPACTS OF DIFFERENTIATED CORPORATE GOVERNANCE LEVELS ON THE ENTITY'S ECONOMIC OUTCOME

José Lailson do Nascimento Ferreira¹
 Larissa Karoline Souza Silva²
 Cicero Philip Soares do Nascimento³
 Fabrício José Costa de Holanda⁴
 Hyane Correia Forte⁵

Resumo

Acredita-se que estar nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) da B3 melhora o desempenho econômico das empresas, isso porque as companhias presentes nos níveis apresentam mais segurança e transparência aos seus investidores. Entretanto, não há consenso entre os pesquisadores se de fato isso ocorre. Portanto, o estudo tem como objetivo analisar o impacto da presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nos resultados econômicos das organizações. Para isso, foram estudadas 274 empresas que estão na B3, analisando o ROA, ROE e o Giro do Ativo entre os anos de 2016 e 2020, através do teste de regressão linear múltipla com dados em painel, realizado no Stata. Concluiu-se que o ROA mostrou-se positivo para as empresas que estão nos NDGC, enquanto negativo para as que estão no mercado tradicional, ou seja, o desempenho deste índice tende a ser aprimorado com os NDGC. Tratando-se da análise do ROE, as rodagens mostraram o oposto, sendo negativo para as empresas dos NDGC e positivo para as que estão no tradicional. Por fim, visto o Giro do Ativo, entendeu-se que para a maior parte dos níveis diferenciados, as empresas apresentaram relação negativa, enquanto apenas o nível Bovespa Mais mostrou-se positivo. Portanto, para as companhias analisadas, apenas o ROA apresentou um melhor desempenho para as empresas dos NDGC, enquanto os demais indicadores não tiveram impactos positivos.

Palavras-chave: Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Índices Financeiros. Desempenho Econômico.

Abstract

It is believed that being in the Differentiated Levels of Corporate Governance (NDGC) of B3 improves the economic performance of companies, this is because companies present in the levels present more security and transparency to their investors. However, there is no consensus among researchers whether this actually occurs. Therefore, the study aims to analyze the impact of the presence in Differentiated Levels of Corporate Governance on the economic results of organizations. For this, 274 companies that are in B3 were studied, analyzing ROA, ROE and Asset Turnover between the years 2016 and 2020, through the multiple linear regression test with panel data, carried out in Stata. It was concluded that the ROA was positive for companies that are in the NDGC, while negative for those that are in the traditional market, that is, the performance of this

¹ Graduado em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário do Vale do Jaguaribe (Unijaguaribe).

² Professora do Curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário do Vale do Jaguaribe (Unijaguaribe). Autora correspondente: larissa.silva@fvj.br

³ Professor do Curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário do Vale do Jaguaribe (Unijaguaribe).

⁴ Professor do Curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário do Vale do Jaguaribe (Unijaguaribe).

⁵ Professora do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Ceará (UECE).

index tends to be improved with the NDGC. Regarding the ROE analysis, the shootings showed the opposite, being negative for the NDGC companies and positive for the traditional ones. Finally, considering the Asset Turnover, it was understood that for most of the differentiated levels, the companies presented a negative relationship, while only the Bovespa Mais level was positive. Therefore, for the analyzed companies, only the ROA presented a better performance for the NDGC companies, while the other indicators had no positive impacts.

Keywords: Differentiated Levels of Corporate Governance. Financial Indices. Economic Performance.

1 INTRODUÇÃO

A discussão a respeito da governança corporativa não é atual, sendo, na verdade, temática de estudos a pelo menos 60 anos. Até a década de 1980 existiam vários estudos relacionados principalmente aos conflitos existentes entre acionistas majoritários e minoritários e entre acionistas e controladores, gerando o chamado conflito de agência (BERLE; MEANS, 1932) e sendo futuramente a base para a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Esses conflitos existentes, e o próprio conflito de agência, estão pautados principalmente nas diferenças de interesses das partes integrantes das sociedades, sendo que o interesse maior do investidor é a maximização do lucro e a agregação de valor. Por vezes, essas não seriam as principais preocupações dos administradores, que em muitas ocasiões querem dirigir a empresa conforme sua própria vontade. Além disso, o problema da agência está relacionado também a acionistas controladores que possuem controle praticamente total sobre os gestores, o que pode ocasionar a parcialidade desses gestores, pela falta de independência.

O grande incentivador para o avanço dos estudos sobre governança corporativa, assim como para as práticas aperfeiçoadas da mesma, foram os escândalos ocorridos em vários países, com empresas conhecidas internacionalmente, principalmente na Inglaterra no final da década de 1990 e início dos anos 2000 (BERARDI, 2008). Nesse sentido, o Relatório de Cadbury foi um importante documento elaborado na década de 1990, com o intuito de traçar diretrizes e normas para uma gestão empresarial transparente. O relatório produzido sob a coordenação de Adrian Cadbury salientava principalmente a prestação de contas e a transparência por parte dos controladores e administradores, como se percebe, por exemplo, quando o relatório defende a ideia de que a confiança que os investidores precisam ter nas empresas depende diretamente da abertura dessas, com informações claras e o mais transparente possível, dentro dos limites definidos por suas posições competitivas (RELATÓRIO DE CADBURY, 1992).

O Relatório de Cadbury (1992) tem significância porque, a partir dele, surgiram várias outras medidas, códigos e órgãos normativos com o mesmo fim: incentivar o uso das práticas de governança. O Relatório de Vienot, elaborado na França em 1995, e o *Never Market* (Novo Mercado), na Alemanha em 1997, são exemplos de medidas que vieram após o surgimento do Relatório de Cadbury, assim como os Princípios da Governança Corporativa, elaborados e divulgados pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em 1999, e posteriormente revisados, em 2004 (BERARDI, 2008).

A revisão feita em 2004 pela OCDE é taxativa em pontuar e descrever os princípios de governança: assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades; os direitos dos acionistas e funções fundamentais do exercício dos direitos; o tratamento equitativo dos acionistas; o papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; divulgação de informações e transparência e as responsabilidades do órgão da administração (OCDE, 2004, p. 14).

Com entidades internacionais cada vez mais preocupadas com as devidas práticas responsáveis, do ponto de vista de governança, o Brasil também adotou medidas que incentivassem tais práticas. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com o intuito principal de gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações (IBGC, 1999). O IBGC elabora as normas que as sociedades devem seguir, em consonância com outras entidades, como o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além de basear-se em legislações, como a Lei 6.404/1976. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, CMPGC, é a principal publicação do IBGC, sendo sua primeira edição de 1999 e apresentando-se, atualmente, em sua quinta edição.

Quando observado a primeira edição, vê-se a preocupação da instituição em estar alinhada com os padrões internacionais. Nota-se, por exemplo, a ênfase na transparência e o foco na independência por parte dos gestores e conselheiros. Ademais, o documento reconhece a influência de publicações e trabalhos internacionais, como o próprio Relatório de Cadbury (IBGC, 1999).

Além dos códigos elaborados, também foram criados índices, como o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC), indicando o desempenho médio das cotações dos ativos de empresas, de acordo com os critérios estabelecidos (BRASIL, BOLSA, BALCÃO SA, B3, 2015). Outros índices também foram elaborados com a mesma finalidade, sendo aplicados sobre as companhias de acordo com o nível de governança das mesmas, para o qual existem três classificações, que são denominadas de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, onde entende-se que os dois primeiros são transitórios, preparando as empresas para o último nível, visto que o grau de comprometimento de práticas de governança do Novo Mercado é ainda maior.

Para Silveira (2004), toda discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Ou seja, tem-se o pressuposto de que há o aprimoramento da performance econômica, aumento do retorno sobre o investimento e aumento do valor das companhias (OLIVEIRA et al., 2017).

Acredita-se, portanto, existir relação entre a presença das organizações em níveis diferenciados de governança corporativa e o desempenho econômico da entidade. Dessa maneira, o estudo tem o seguinte questionamento de pesquisa: Como a presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa afeta os resultados econômicos das organizações? Buscando responder esse questionamento, o estudo tem como objetivo analisar o impacto da presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nos resultados econômicos das organizações.

A relevância desse trabalho se dá pela notoriedade do tema na atualidade, onde diversos órgãos estão constantemente elaborando e divulgando documentos e normas que regulam as políticas de governança corporativa. Além disso, há um crescimento de publicações acadêmicas sobre a temática, em especial na primeira década deste século, muito em decorrência das mudanças do mercado brasileiro no final da década de 1990. Sobre isso, Silveira discorre que “na medida em que o mercado de capitais se torna mais sofisticado e pulverizado, a discussão sobre o tema ganha cada vez mais destaque no âmbito corporativo” (SILVEIRA, 2002, p. 6). Sendo assim, pode-se afirmar que este trabalho possui relevância significativa, tendo em vista sua utilidade como fonte de informações e análises sobre governança corporativa, tema cada vez mais difundido e em crescimento na literatura.

Para a metodologia desta pesquisa, foi utilizada a técnica de regressão linear com dados em painel, feito através do *software Stata*, sendo que foram coletadas informações financeiras de 274 empresas que estão na B3, através da base de dados Economatica. Sendo assim, este trabalho tem uma abordagem quantitativa.

Este artigo está dividido em seis seções, sendo introdução, referencial teórico, metodologia, resultados, conclusão e referências. Na introdução, tem-se um pouco da origem e evolução das práticas de governança corporativa, bem como a influência das entidades internacionais sobre o mercado brasileiro. No referencial teórico pode-se perceber de forma mais aprofundada as origens da governança corporativa e a relação com o desempenho econômico das organizações. Na metodologia tem-se a forma de pesquisa que será abordada neste trabalho e as variáveis que serão analisadas para se alcançar o objetivo da pesquisa. A seção de resultados revela os resultados encontrados após os testes serem feitos, e a conclusão apresenta as inferências feitas após os resultados, o que é seguido pelas referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

Para se entender a governança corporativa e suas práticas é necessário primeiro discutir a respeito dos conflitos de interesses e o problema de agência. Para Silveira (2002), o conflito de agência se dá pela tomada de decisão dos executivos e gestores da companhia em contraste com a vontade e o interesse dos acionistas. Nesse conflito, o executivo, ou gestor, é chamado de agente, enquanto o acionista é chamado de principal, sendo aquele que contrata o primeiro para realizar tarefas para si (JENSEN; MECKLING, 1976).

A respeito desse conflito, Berardi (2008, p. 46) discorre sobre formas de minimizar as diferenças de interesses e cita modelos de governança “[...] baseados em monitoramento e no incentivo de gestores, tais como: bonificações, conselho de administração, conselho fiscal e auditoria independente, entre outros.”

Em consonância com Berardi (2008), Shleifer e Vishny (1997) descrevem o problema de agência levantando o questionamento sobre a garantia dos financiadores (acionistas) terem retorno dos seus investimentos por parte dos executivos. A preocupação é saber se os recursos não serão expropriados ou gastos de forma errada. Como forma de diminuir esses riscos, Shleifer e Vishny (1997) sugerem contratos de incentivos que motivem os gestores a tomarem decisões conforme os interesses dos investidores, bem como legislações que deem maior embasamento legal para assegurar os direitos dos acionistas.

Além das divergências entre acionistas e executivos, outro agravante do problema de agência se dá pelos conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, onde os primeiros obtêm controle da empresa e vantagens no direcionamento da companhia. A respeito disso, Silva (2004) levanta a hipótese de que a concentração do voto, e conseqüentemente o controle, para uma parcela dos acionistas, pode ser maléfico e diminuir o valor da empresa, tendo em vista que aumenta as chances de expropriação dos acionistas minoritários.

Portanto, a partir desses conflitos surge a governança corporativa, com a finalidade de diluir essas diferenças através de práticas que visam assegurar os direitos dos acionistas entre si e perante os executivos. Para Machado, Bianchi e Silveira (2009, p. 29) a governança corporativa é “uma forma de gerenciar que envolve toda a empresa, principalmente seus dirigentes e conselhos, com a finalidade de garantir os direitos dos acionistas, tanto majoritários como minoritários, a continuidade da sociedade, melhorando o seu desempenho e valor de mercado”. Ramos e Martinez (2006) trazem uma definição ainda mais extensa, contemplando todas as partes envolvidas, *stakeholders*, tanto internas como externas, além de fazerem menção aos princípios de governança (OCDE, 2004).

Para Silva (2004), a governança corporativa está relacionada, principalmente, com a separação entre propriedade e controle. As práticas e os modelos de gestão que serão utilizados

entre os proprietários e os controladores (gerentes) devem estar embasados, portanto, na transparência e equidade.

Além disso, manter um conselho de administração que procura atingir as metas dos investidores, assim como gerar comitês de auditoria e conselhos fiscais são exemplos de iniciativas que visam o aperfeiçoamento da governança corporativa para a instituição (BERARDI, 2008; RAMOS; MARTINEZ, 2006)

Para muitos estudiosos e autores, as práticas de governança corporativa tendem a aprimorar os resultados da empresa. Barros, Soares e Lima (2013, p. 27) comentam que “Diversos estudos no Brasil e no resto do mundo, que examinam a governança corporativa, buscam associar mecanismos de governança e desempenho econômico-financeiro das companhias.” Berardi (2008, p. 13) também trata desse aspecto e diz que “[...] os especialistas buscaram avaliar, dentre algumas vertentes, se empresas que passaram a figurar na carteira do IGC tornaram-se mais líquidas, aumentaram seus retornos e diminuíram suas volatilidades.” Tem-se, portanto, a ideia de que empresas com maior nível de governança corporativa tenham melhores retornos sobre seus investimentos.

2.2 Níveis de Governança e Desempenho Econômico da Entidade

A literatura vem realizando estudos que buscam identificar as relações das práticas de governança corporativa com o desempenho econômico (BARROS; SOARES; LIMA, 2013). A maior parte desses estudos busca avaliar de forma quantitativa e através de métodos estatísticos os índices financeiros das companhias de capital aberto, sendo o principal deles o valor de mercado. Silveira (2004), por exemplo, em seu estudo sobre o desempenho econômico das empresas brasileiras, concluiu que a variável que mais teve variação positiva foi o valor de mercado das companhias, onde identificou-se que quanto maior o grau de práticas de governança corporativa a companhia tiver, maior será seu valor de mercado.

No Brasil, a B3 criou no ano 2000 os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), a saber: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A adesão a esses níveis não é obrigatória, sendo, portanto, decisão das empresas ingressarem na listagem dos NDGC e passarem então a cumprir as obrigações de cada um dos níveis, onde o Novo Mercado é o que mais apresenta exigências, conforme Quadro 1.

Quadro 1 – Níveis de Governança Corporativa

| NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 | | | |
|--|----------------------------------|---|---|
| MERCADO TRADICIONAL | NÍVEL 1 | NÍVEL 2 | NOVO MERCADO |
| Ações Preferenciais e Ordinárias | Ações Preferenciais e Ordinárias | Ações Preferenciais (Com direitos mínimos) e Ordinárias | Somente Ações Ordinárias com direito a voto |
| Tag Along de 80% para ON | Tag Along de 80% para ON | Tag Along de 100% | Tag Along de 100% |
| Sem determinação | Free Float mínimo de 25% | Free Float mínimo de 25% | Free Float mínimo de 25% ou 15% em caso de ADTV superior a R\$ 25 milhões |

Fonte: Adaptado de B3 (2021).

O Quadro 1 apresenta as principais diferenças entre os níveis e o mercado tradicional, no que tange às características das ações; ao *tag along*, que é a garantia que os investidores têm em caso de venda do controle da companhia; e do *free float*, que representa o percentual mínimo de ações que estão em circulação. Observa-se, portanto, que o grau de rigidez se acumula até chegar no Novo Mercado. Ademais, a B3 ainda criou o nível Bovespa Mais, que será levado em consideração

neste estudo, bem como o chamado Balcão Organizado, um ambiente pelo qual os investidores podem negociar ações sem passar pela bolsa e que também será considerado. As informações completas sobre características e exigências dos NDGC podem ser consultadas no *site* da B3.

Tem-se a premissa de que as empresas participantes dos NDGC têm desempenho melhor que as demais não listadas. Sobre isso, Berardi (2008) acredita que o mercado tem melhor aceitação para as companhias pertencentes aos níveis, uma vez que apresentam maior transparência das informações, maior qualidade e facilidade de acompanhar seus resultados. A afirmação de Berardi (2008) converge com Silveira (2004) e Oliveira et al. (2017) que assumem válida a concepção de que as empresas podem ter seu desempenho aperfeiçoado, além de ter suas ações valorizadas através da implementação de práticas cada vez mais voltadas para a governança corporativa, o que acontece a partir do momento em que as companhias ingressam nos NDGC da B3.

Entretanto, não há consenso se de fato o ingresso nos NDGC gera impactos positivos no desempenho das entidades e se os impactos gerados são de fato relevantes. Na busca por respostas a essa questão, Silva, Nardi e Pimenta (2011) estudaram as empresas que faziam parte dos NDGC até novembro de 2007, onde por critérios de pesquisa considerou-se, como amostra, um total de 48 empresas. Os pesquisadores investigavam o risco e o retorno que as empresas obtinham após aderirem ao nível de governança corporativa diferenciado. A conclusão de Silva, Nardi e Pimenta foi que o retorno econômico dessas companhias não teve variação estatística significativa, mas em contrapartida, o risco sim. Ou seja, mesmo que a adesão aos NDGC não tenha gerado melhor retorno financeiro, gerou a diminuição do risco de investimento nas companhias, fazendo com que as empresas fossem mais sólidas no mercado.

Lima et al. (2014) estudaram 150 companhias que pertenciam aos NDGC em junho de 2013 analisando a média anual do valor de mercado de cada empresa. O objetivo dos autores era relacionar o desempenho econômico das empresas diante os níveis de governança da B3, com o fim de verificar se as instituições que faziam parte do Novo Mercado tinham um valor de mercado superior às instituições do Nível 2, e se as do Nível 2 eram superiores às do Nível 1. Avaliando os resultados obtidos, os pesquisadores concluíram que quanto maior o grau de adesão aos níveis de governança, maior se torna o valor de mercado, tornando assim verdadeira a hipótese de pesquisa.

Semelhante a Lima et al. (2014), Caixe e Krauter (2014) avaliaram se os NDGC influenciam no valor de mercado das companhias. Para isso, consideraram 233 empresas não financeiras da B3, entre os anos de 2002 e 2010, através do método de regressão linear múltipla. A amostra continha empresas que estavam na listagem de níveis da B3, assim como também empresas do mercado tradicional. O resultado das análises foi que a presença em um dos NDGC afeta positivamente o valor de mercado das instituições quando comparadas àquelas que estão no mercado tradicional.

Oliveira et al. (2017) trazem um estudo sobre 9 (nove) empresas de segmentos diferentes da B3, onde analisaram 3 (três) indicadores das organizações, comparando esses indicadores antes da adesão aos NDGC e depois da adesão. A forma metodológica de avaliação das médias foi a média emparelhada de Wilcoxon, onde os autores levaram em consideração o Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Valor de Mercado. O resultado alcançado evidenciou que, se analisados em conjunto, não houve mudanças significativas nas médias dos indicadores no período analisado, mas se observados individualmente, houve um crescimento de 70% no valor de mercado das empresas estudadas.

A respeito, especificamente, da implementação da governança corporativa no Brasil, Oliveira et al. (2018) apresentam uma análise de 4 (quatro) empresas nacionais, onde demonstram que 2 (duas) exerceram práticas de governança de forma correta e que 2 (duas) não agiram conforme os critérios estabelecidos pela B3 sobre os NDGC. Os autores analisam a Petrobrás e a OGX, onde foi percebido uma queda na valorização das ações, além de grandes prejuízos em decorrência da falta de controle e de transparência, além da corrupção. Por outro lado, analisando as

empresas BRF S.A. e as Lojas Renner, os autores perceberam modelos de governança corporativa exemplares, onde as empresas têm controles fiscais, estruturas de conselhos de administração bem definidas, além da valorização e participação ativa dos acionistas, o que traz como resultado para essas empresas a valorização de suas ações, atraindo a entrada de novos investidores e torna as empresas mais seguras.

Na literatura de governança, é comum encontrar trabalhos em uma perspectiva quantitativa, buscando-se avaliar indicadores financeiros, como por exemplo o Retorno Sobre Ativos (ROA), Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e o Giro do Ativo.

De acordo com Diniz (2015), o Retorno Sobre Ativos, que em inglês é *Return on Assets* (ROA), representa a proporção do lucro obtido através dos investimentos realizados. É levado em consideração todos os ativos da empresa, obedecendo a seguinte fórmula:

$$ROA = \{\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}\}$$

O resultado encontrado representa o quociente do ROA e sua natureza é de quanto maior, melhor, assim como todos os índices de rentabilidade.

Tratando-se do ROE, que mede o retorno sobre o capital próprio, ou também chamado de patrimônio líquido, que representa os recursos próprios da empresa, tem-se a seguinte fórmula para o cálculo:

$$ROE = \{\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}\}$$

A diferença dele para o ROA é que o ROE trata especificamente do capital que é investido pelos sócios e serve também como análise de comparação do retorno da empresa com outros tipos de investimentos que os sócios poderiam ter feito.

Por último, o Giro do Ativo, segundo Assaf Neto (2020), calcula os sacrifícios financeiros da empresa para se obter as vendas, fazendo a relação entre o ativo da empresa e a receita de vendas. Encontra-se o índice através da equação:

$$GA = \{\text{Receita Líquidas} / \text{Ativo Total}\}$$

O resultado é encontrado em reais e mostra quanto a empresa vende para cada real do seu ativo.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipologia

Para o bom proveito do trabalho científico, que busca ser bem elaborado, é indispensável o planejamento e determinação dos meios corretos para realizar a pesquisa, pois essa é a fase em que se escolhe as técnicas e os meios que serão percorridos para que os objetivos do projeto sejam alcançados (GIL, 2002).

De acordo com Gil (2002), a classificação de pesquisa como pura e aplicada, também conhecida como de ordem intelectual e ordem prática, respectivamente, não está completamente correta, pois assume-se que pesquisa pura seja decorrente do desejo de conhecer pela própria satisfação de conhecer. Enquanto a pesquisa aplicada estaria relacionada ao desejo de conhecer com a finalidade de resolver algum problema prático, ou buscar a eficiência de algo. Para Gil (2002), isso não reflete a realidade, tendo em vista que pesquisas de ordem intelectual podem fornecer conhecimentos de aplicação prática, assim como pesquisas de ordem prática podem contribuir para a descoberta de princípios científicos.

Conforme a classificação de pesquisa sob o critério de seus objetivos gerais, entende-se que este trabalho se trata de uma pesquisa descritiva, uma vez que procura analisar o impacto da presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nos resultados econômicos das organizações. O principal objetivo da pesquisa descritiva “é descrever as características de

determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis” (GIL, 2002, p. 42).

Do ponto de vista de delineamento de pesquisa, classificam-se os métodos utilizados como bibliográfico e documental. Conforme afirmado por Gil (2002, p. 44), “a pesquisa bibliográfica é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”. Pode-se admitir o uso dessa técnica, uma vez que para os estudos foram consultados livros de referência, artigos científicos e dissertações acadêmicas. A adoção deste método se dá pela conveniência do assunto a ser discutido na pesquisa, bem como por essa técnica permitir uma vasta cobertura sobre o fenômeno observado.

Além de pesquisa bibliográfica, fez-se necessária a utilização da técnica de pesquisa documental, dado que foram tomados como base de referência documentos emitidos, por exemplo, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Ressalta-se que a diferenciação deste método para o primeiro decorre da fonte utilizada. Enquanto o primeiro trata de contribuições emitidas principalmente por autores, o segundo diz respeito a contribuições divulgadas por diversas fontes dispersas, como órgãos públicos e entidades privadas (GIL, 2002).

Para uma análise ainda mais profunda, será utilizado um levantamento quantitativo. Segundo Knechtel (2014), a pesquisa quantitativa está baseada em testes que possam mensurar, normalmente compostas por variáveis quantificadas em números, e determinar se as inferências e generalizações se sustentam diante os resultados obtidos. Será feito, portanto, uma análise a partir de dados secundários, obtidos pela base de dados Econômica. Os dados retirados da base referem-se às informações financeiras de 274 empresas listadas na B3 S.A. (Brasil, Bolsa, Balcão), com a finalidade de analisar três (03) indicadores financeiros. Assim, a partir dos dados obtidos, será feito um estudo com base na estatística descritiva, fazendo-se o uso da técnica de regressão linear múltipla com dados em painel das variáveis dependentes, independente e de controle, para fim de avaliar se a presença nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa afeta o desempenho econômico da entidade. Faz-se importante ressaltar também que os testes serão realizados por meio do *software Stata*.

3.2 População e Amostra

A base de dados apresenta informações de empresas que ainda não se encontram nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3, e empresas que fazem parte do Nível 1, Nível 2 e do Novo Mercado, classificações mencionadas anteriormente. A população da pesquisa compreende todas as empresas listadas na B3, sendo a amostra constituída de 274 companhias, onde serão analisados os três (03) indicadores econômico-financeiros no período de 2016 a 2020 de cada organização.

A seleção das 274 companhias se deu aplicando o critério de quais organizações, que estão contidas na base de dados Econômica, possuem Ações Ordinárias (ON) negociadas na B3, alcançando 373 empresas. Em seguida, excluiu-se as que não apresentavam todos os dados necessários para a pesquisa, assim como também aquelas que apresentaram índices muito dispersos em relação aos demais, chegando-se, portanto, a 274 empresas.

3.3 Variáveis

Com intuito de analisar o impacto da presença em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nos resultados econômicos das organizações, serão utilizadas variáveis dependentes, independente e de controle na presente pesquisa. As variáveis dependentes serão os indicadores de desempenho econômico da entidade, apresentados no Quadro 2; enquanto a variável independente

será a presença da empresa em níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC).

Quadro 2 – Indicadores avaliados na pesquisa

| INDICADORES AVALIADOS NA PESQUISA | | |
|-----------------------------------|---------------------------------------|---------------|
| Nº | Indicador | Área |
| 1 | Índice de Retorno Sobre Ativos (ROA) | Rentabilidade |
| 2 | Índice de Retorno Sobre Capital (ROE) | Rentabilidade |
| 3 | Índice de Giro do Ativo | Rentabilidade |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Por fim, com relação às variáveis de controle, serão empregadas o tamanho da empresa, setor de atividade e período. As variáveis que serão analisadas são do ano de 2016 a 2020.

4 RESULTADOS

Inicialmente, verificou-se a frequência das observações conforme o nível, sendo 5 observações por cada empresa, sendo cada observação relativa a um ano, totalizando, assim, 1370 observações, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Frequência dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

| Variável independente | Frequência | Percentual |
|-----------------------|-------------|----------------|
| Balcão organizado | 55 | 4,01% |
| Bovespa mais | 55 | 4,01% |
| Novo mercado | 630 | 45,99% |
| Nível 1 | 110 | 8,03% |
| Nível 2 | 70 | 5,11% |
| Tradicional | 450 | 32,85% |
| Total | 1370 | 100,00% |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Observou-se que o Novo Mercado e o Tradicional são os níveis que apresentaram mais observações, e, portanto, das 274 empresas analisadas, foram as categorias que mais apresentaram adesão.

Tabela 2 – Distribuição das observações por setor

| Setor | Frequência | Percentual |
|---------------------------|------------|------------|
| Agro e pesca | 10 | 0,73% |
| Alimentos e bebidas | 40 | 2,92% |
| Comércio | 85 | 6,20% |
| Construção | 100 | 7,30% |
| Eletroeletrônicos | 15 | 1,09% |
| Energia elétrica | 180 | 13,14% |
| Finanças e seguros | 120 | 8,76% |
| Minerais não metálicos | 5 | 0,36% |
| Mineração | 10 | 0,73% |
| Máquinas Industriais | 25 | 1,83% |
| Outros | 340 | 24,82% |
| Papel e celulose | 20 | 1,46% |
| Petróleo e gás | 45 | 3,28% |
| Química | 30 | 2,19% |
| Siderúrgica e metalúrgica | 80 | 5,84% |
| Software e dados | 35 | 2,55% |
| Telecomunicações | 25 | 1,83% |

| | | |
|-----------------------|-------------|----------------|
| Têxtil | 75 | 5,48% |
| Transporte e serviços | 75 | 5,48% |
| Veículos e peças | 55 | 4,01% |
| Total | 1370 | 100,00% |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

A Tabela 2 apresenta a distribuição das observações conforme o setor de atividade, destacando-se os setores de energia elétrica com 13,14% das observações, finanças e seguros com 8,76% e construção com 7,30%.

Tabela 3 – Análise descritiva das variáveis quantitativas

| Variáveis | N | Média | Mediana | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|---------------|------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| ROA | 1370 | 0,0265 | 0,0393 | 0,1415 | -2,3298 | 0,4595 |
| ROE | 1370 | 0,0935 | 0,0909 | 0,2984 | -1,9989 | 2,7223 |
| Giro do ativo | 1370 | 0,3820 | 0,2105 | 0,4869 | -0,3050 | 3,8952 |
| TAM | 1370 | 14,6801 | 14,8308 | 2,1086 | 6,6503 | 21,3013 |

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Verificando a Tabela 3, têm-se os dados obtidos com base na análise descritiva das variáveis quantitativas. São 1370 observações por variável, sendo 274 empresas analisadas por 5 anos. A média dos índices manteve-se positiva, o que é bom para a pesquisa, sendo o retorno sobre ativos (ROA) o indicador que apresentou a menor média no período. Ainda conforme a Tabela 3, percebe-se que metade dos dados obtidos do ROA apresentaram o índice de pelo menos 0,0393; do ROE no valor de 0,0909; do Giro do Ativo de pelo menos 0,2105 e do Tamanho da Empresa no valor de 14,8308, sendo esses os resultados da mediana de cada variável. Observa-se, ainda, que o desvio padrão dos dados não está grande, o que implica dizer que os índices encontrados estão próximos da média, ou seja, não há uma dispersão alta, em especial do ROA que apresentou um desvio de 0,1415 sendo o menor, e a variável Tamanho apresentou o maior desvio, sendo de 2,1086, o que pode ser entendido quando observado o índice mínimo que deu 6,6503 e o máximo que foi 21,3013, o que sugere uma variação maior que os demais.

Para identificar se a presença nos níveis diferenciados de governança corporativa gera algum impacto no desempenho econômico das empresas, foi necessário utilizar os dados coletados do Economática no *software Stata*. Foi utilizado o teste de regressão linear múltipla com dados em painel, visto a quantidade de variáveis e dos períodos necessários para a análise, que foram cinco (05) anos. Primeiramente, fez-se a regressão com o ROA sendo a variável dependente, apresentando o seguinte resultado:

Tabela 4 – Resultados das regressões - variável dependente ROA

| Variáveis | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------------|--------------------|--------------------|------------------------|----------------------|-----------------------|-------------------------|
| Balcão organizado | 0,0293 (0,0221) | | | | | |
| Bovespa mais | | 0,3088 (0,2011) | | | | |
| Novo mercado | | | 0,0325 *** (0,0088) | | | |
| Nível 1 | | | | 0,0095 * (0,0149) | | |
| Nível 2 | | | | | 0,0127 ** (0,0176) | |
| Tradicional | | | | | | -0,0546 *** (0,0092) |

| | | | | | | |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| TAM | 0,0101 *** (0,0020) | 0,0098 *** (0,0020) | 0,0068 *** (0,0020) | 0,0089 *** (0,0020) | 0,0019 *** (0,0019) | 0,0049 ** (0,0020) |
| Alimentos e bebidas | -0,0077 (0,0484) | -0,7409 (0,4841) | 0,0115 (0,0485) | -0,0066 (0,0484) | -0,0068 (0,0484) | 0,0243 (0,0481) |
| Comércio | -0,0333 (0,0458) | -0,0332 (0,0458) | -0,0224 (0,0457) | -0,0333 (0,0458) | -0,0336 (0,0458) | -0,0214 (0,0452) |
| Construção | -0,0879 * (0,0454) | -0,0896 ** (0,0454) | -0,0863 * (0,0452) | -0,0885 * (0,0454) | -0,0884 * (0,0454) | -0,0877 * (0,0448) |
| Eletrônicos | -0,1113 ** (0,0559) | -0,1115 ** (0,0559) | -0,0917 (0,5591) | -0,1121 ** (0,0559) | -0,1119 ** (0,0559) | -0,0781 (0,0555) |
| Energia elétrica | 0,0094 (0,0445) | 0,0113 (0,0445) | 0,0386 (0,0449) | 0,0103 (0,0446) | 0,0104 (0,0445) | 0,0390 (0,0442) |
| Finanças e seguros | -0,0416 (0,0451) | -0,0401 (0,0451) | -0,0093 (0,0457) | -0,0405 (0,0452) | -0,0413 (0,0452) | -0,0090 (0,0448) |
| Minerais não metálic. | -0,0146 (0,0750) | -0,0148 (0,0750) | -0,0163 (0,0746) | -0,0153 (0,0750) | -0,0151 (0,0750) | -0,0173 (0,0740) |
| Mineração | -0,0469 (0,0629) | -0,0314 (0,0615) | -0,0056 (0,0616) | -0,0284 (0,0616) | -0,0291 (0,0616) | -0,0156 (0,0608) |
| Máquinas Industriais | -0,0202 (0,0512) | -0,0266 (0,0514) | -0,0094 (0,0511) | -0,0210 (0,0513) | -0,0209 (0,0512) | -0,0128 (0,0506) |
| Outros | -0,0443 (0,0439) | -0,0468 (0,0440) | -0,0320 (0,0439) | -0,0452 (0,0440) | -0,0450 (0,0440) | -0,0333 (0,0434) |
| Papel e celulose | -0,0667 (0,0531) | -0,0663 (0,0530) | -0,0468 (0,0531) | -0,0653 (0,0531) | -0,0687 (0,0532) | -0,0473 (0,0525) |
| Petróleo e gás | -0,0203 (0,0479) | -0,0199 (0,0479) | -0,0015 (0,0480) | -0,0187 (0,0479) | -0,0204 (0,0480) | 0,0048 (0,0475) |
| Química | 0,0833 * (0,0501) | 0,0829 * (0,0500) | 0,1003 ** (0,0501) | 0,0815 (0,0501) | 0,0818 (0,0501) | 0,1123 ** (0,0497) |
| Sider. e metalúrgica | -0,0390 (0,0459) | -0,0392 (0,0459) | -0,0115 (0,0464) | -0,0424 (0,0462) | -0,0399 (0,0460) | -0,0061 (0,0457) |
| Software e dados | -0,0026 (0,0491) | -0,0117 (0,0494) | 0,0027 (0,0489) | -0,0040 (0,0492) | -0,0038 (0,0492) | -0,0089 (0,0485) |
| Telecomunicações | -0,0878 * (0,0515) | -0,0818 (0,5122) | -0,0537 (0,5156) | -0,0830 (0,0513) | -0,0813 (0,0513) | -0,0565 (0,0508) |
| Têxtil | -0,0124 (0,0461) | -0,0126 (0,0461) | 0,0060 (0,0462) | -0,0142 (0,0462) | -0,0134 (0,0461) | 0,0152 (0,0458) |
| Transp. e serviços | -0,0537 (0,0466) | -0,0460 (0,0461) | -0,0315 (0,0460) | -0,0441 (0,0461) | -0,0441 (0,0461) | -0,0448 (0,0455) |
| Veículos e peças | -0,0706 (0,0471) | -0,0708 (0,4705) | -0,0518 (0,0472) | -0,0730 (0,0472) | -0,0723 (0,0471) | -0,0538 (0,0466) |
| ANO | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Intercepto | -0,1015 * (0,0530) | -0,0974 * (0,0524) | -0,0864 * (0,0519) | -0,0838 (0,0529) | -0,0870 * (0,0523) | -0,0257 (0,0526) |
| N | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 |
| F | 4,81 | 4,84 | 5,32 | 4,75 | 4,76 | 6,28 |
| p-value | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| R ² ajust. | 0,0651 | 0,0655 | 0,0732 | 0,0641 | 0,0642 | 0,0879 |

Nota: Níveis de significância: * < 0,1; ** < 0,05 e *** < 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

Como pode ser observado na Tabela 4, somente alguns resultados do teste apresentaram significância estatística. As empresas que integram o Novo Mercado apresentam uma relação positiva para o ROA, assim como as que compõem o Nível 1 e no Nível 2, o que corrobora com Oliveira et al. (2017) que chegaram à conclusão que o ROA tende a aumentar com a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). Por outro lado, estar no Mercado Tradicional apresentou relação negativa significativa, ou seja, não aderir os NDGC é ruim para o

desempenho econômico das empresas, quando observado o seu retorno sobre o ativo. Para a variável de controle tamanho da empresa, todos os níveis apresentaram relação positiva significativa, ou seja, compor ou não um nível diferenciado de governança corporativa não interfere no tamanho da empresa, considerando o modelo econométrico que apresenta o ROA como variável dependente. Percebe-se, ainda, que alguns setores apresentaram resultados significantes nas regressões. O setor de construção mostrou-se negativo em todos os modelos, o setor de eletroeletrônicos apresentou relação negativa para os modelos (1), (2), (4) e (5), e por fim, o setor de química apresentou resultado positivo para os modelos (1), (2), (3) e (6). Sendo assim, os resultados das rodagens no *Stata* sustentam a ideia de que as empresas que estão listadas nos NDGC possuem um retorno sobre o ativo melhor, enquanto as que estão no mercado tradicional apresentam resultados negativos.

Tabela 5 – Resultados das regressões - variável dependente ROE

| Variáveis | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Balcão organizado | 0,0047 (0,0477) | | | | | |
| Bovespa mais | | -0,0086 (0,0433) | | | | |
| Novo mercado | | | -0,0233 (0,0191) | | | |
| Nível 1 | | | | -0,0055 (0,0320) | | |
| Nível 2 | | | | | -0,0175 (0,0378) | |
| Tradicional | | | | | | 0,0336 * |
| TAM | 0,0041 (0,0044) | 0,0038 (0,0042) | 0,0057 (0,0044) | 0,0042 (0,0043) | 0,0042 (0,0042) | 0,0066 (0,0044) |
| Alimentos e bebidas | 0,0650 (0,1042) | 0,0653 (0,1042) | 0,0519 (0,1047) | 0,0649 (0,1042) | 0,0649 (0,1042) | 0,0459 (0,1048) |
| Comércio | -0,0382 (0,0985) | -0,0380 (0,0985) | -0,0457 (0,0987) | -0,0379 (0,0985) | -0,0372 (0,0985) | -0,0452 (0,0985) |
| Construção | -0,0756 (0,0977) | -0,0753 (0,0978) | -0,0771 (0,0977) | -0,0755 (0,0977) | -0,0755 (0,0977) | -0,0760 (0,0976) |
| Eletroeletrônicos | 0,0155 (0,1203) | 0,0153 (0,1203) | 0,0009 (0,1208) | 0,0155 (0,1203) | 0,0155 (0,1203) | -0,0054 (0,1208) |
| Energia elétrica | 0,0452 (0,0958) | 0,0457 (0,0958) | 0,0262 (0,0970) | 0,0464 (0,0959) | 0,0474 (0,0958) | 0,0288 (0,0962) |
| Finanças e seguros | -0,0084 (0,0972) | -0,0078 (0,0971) | -0,0296 (0,0987) | -0,0074 (0,0972) | -0,0054 (0,0973) | -0,0268 (0,0976) |
| Minerais não metálic. | 0,0840 (0,1614) | 0,0838 (0,1614) | 0,0848 (0,1613) | 0,0840 (0,1614) | 0,0840 (0,1614) | 0,0853 (0,1612) |
| Mineração | -0,0317 (0,1354) | -0,0284 (0,1325) | -0,0462 (0,1331) | -0,0296 (0,1325) | -0,0296 (0,1324) | -0,0376 (0,1324) |
| Máquinas Industriais | 0,0978 (0,1103) | 0,0993 (0,1106) | 0,0895 (0,1104) | 0,0978 (0,1103) | 0,0978 (0,1103) | 0,0928 (0,1102) |
| Outros | -0,0426 (0,0946) | 0,0420 (0,0946) | -0,0516 (0,0948) | -0,0422 (0,0946) | -0,0420 (0,0946) | -0,0495 (0,0946) |
| Papel e celulose | -0,1935 * (0,1142) | -0,1932 * (0,1142) | -0,2070 * (0,1147) | -0,1936 * (0,1142) | -0,1892 * (0,1145) | -0,2048 * (0,1143) |
| Petróleo e gás | 0,1468 (0,1032) | 0,1472 (0,1032) | 0,1343 (0,1036) | 0,1467 (0,1032) | 0,1486 (0,1032) | 0,1322 (0,1034) |
| Química | 0,0924 (0,1078) | 0,0920 (0,1078) | 0,0791 (0,1082) | 0,0925 (0,1078) | 0,0925 (0,1077) | 0,0736 (0,1082) |
| Sider. e metalúrgica | -0,0499 (0,0989) | -0,0502 (0,0989) | -0,0704 (0,1002) | -0,0485 (0,0993) | -0,0499 (0,0989) | -0,0708 (0,0996) |

| | | | | | | |
|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Software e dados | 0,0139 (0,1058) | 0,0159 (0,1064) | 0,0091 (0,1058) | 0,0140 (0,1058) | 0,0140 (0,1058) | 0,0169 (0,1057) |
| Telecomunicações | -0,1588 (0,1108) | -0,1577 (0,1103) | -0,1777 (0,1114) | -0,1568 (0,1104) | -0,1579 (0,1103) | -0,1731 (0,1105) |
| Têxtil | -0,0298 (0,0993) | -0,0300 (0,0993) | -0,0437 (0,0999) | -0,0293 (0,0993) | -0,0297 (0,0993) | -0,0474 (0,0997) |
| Transp. e serviços | -0,0086 (0,1004) | -0,0065 (0,0992) | -0,0161 (0,0994) | -0,0070 (0,0992) | -0,0070 (0,0992) | -0,0066 (0,0991) |
| Veículos e peças | -0,0273 (0,1013) | -0,0275 (0,1013) | -0,0412 (0,1019) | -0,0262 (0,1015) | -0,0256 (0,1014) | -0,0380 (0,1014) |
| ANO | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Intercepto | 0,0378 (0,1140) | 0,0420 (0,1129) | 0,0377 (0,1122) | 0,0366 (0,1138) | 0,0366 (0,1125) | 0,0006 (0,1145) |
| N | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 |
| F | 2,40 | 2,40 | 2,46 | 2,40 | 2,41 | 2,52 |
| p-value | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 | 0,0001 |
| R ² | 0,0249 | 0,0249 | 0,0260 | 0,0249 | 0,0250 | 0,0269 |

Nota: Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

A Tabela 5 demonstra os resultados das regressões utilizando-se o ROE como variável dependente no *software Stata*. Diferentemente dos resultados obtidos com o ROA, os testes feitos não indicaram relação positiva significativa para a presença nos NDGC no desempenho da empresa. Como pode-se observar, o único nível que apresentou resultado positivo e significativo foi a presença no Mercado Tradicional, diferente do que se é esperado.

Verificando os resultados, identifica-se que a não adesão aos NDGC indica um bom desempenho do retorno sobre o patrimônio líquido. Oliveira et al. (2017) também chegaram a uma conclusão semelhante, quando observaram que as empresas analisadas através do teste de Wilcoxon mostraram uma diminuição no ROE após aderirem aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. Ademais, observou-se que o segmento de papel e celulose demonstrou ser um setor que apresenta um resultado desfavorável para o desempenho do ROE, pois em todos os níveis apresentou relação significativa negativa.

Tabela 6 – Resultados das regressões - variável dependente Giro do Ativo

| Variáveis | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|---------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Balcão organizado | -0,1562 ** (0,0665) | | | | | |
| Bovespa mais | | 0,4301 *** (0,0593) | | | | |
| Novo mercado | | | -0,0438 * (0,0266) | | | |
| Nível 1 | | | | -0,0817 * (0,0447) | | |
| Nível 2 | | | | | -0,0034 (0,0528) | |
| Tradicional | | | | | | 0,0167 (0,0279) |
| TAM | -0,0305 *** (0,0061) | -0,0183 *** (0,0058) | -0,0228 *** (0,0061) | -0,0228 *** (0,0061) | -0,0260 *** (0,0058) | -0,0247 *** (0,0062) |
| Alimentos e bebidas | 0,4951 *** (0,1453) | 0,4841 *** (0,1428) | 0,4662 *** (0,1462) | 0,4882 *** (0,1454) | 0,4910 *** (0,1456) | 0,4815 *** (0,1464) |
| Comércio | 0,8195 *** (0,1373) | 0,8143 *** (0,1350) | 0,8033 *** (0,1377) | 0,8210 *** (0,1374) | 0,8178 *** (0,1376) | 0,8141 *** (0,1377) |
| Construção | -0,1526 | -0,1682 | -0,1533 | -0,1489 | -0,1504 | -0,1506 |

| | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | (0,1362) | (0,1340) | (0,1364) | (0,1364) | (0,1365) | (0,1365) |
| Eletroeletrônicos | 0,3551 ** | 0,3625 ** | 0,3306 ** | 0,3597 ** | 0,3578 ** | 0,3475 ** |
| | (0,1677) | (0,1649) | (0,1687) | (0,1678) | (0,1680) | (0,1689) |
| Energia elétrica | -0,0016 | -0,0188 | -0,0498 | -0,0020 | -0,0013 | -0,0218 |
| | (0,1336) | (0,1312) | (0,1355) | (0,1337) | (0,1339) | (0,1345) |
| Finanças e seguros | -0,1316 | -0,1532 | -0,1842 | -0,1339 | -0,1431 | -0,1529 |
| | (0,1355) | (0,1331) | (0,1377) | (0,1356) | (0,1359) | (0,1365) |
| Minerais não metálic. | 0,3321 | 0,3382 | 0,3360 | 0,3360 | 0,3344 | 0,3350 |
| | (0,2250) | (0,2212) | (0,2252) | (0,2252) | (0,2254) | (0,2254) |
| Mineração | 0,0130 | -0,1043 | -0,1118 | -0,0897 | -0,0795 | -0,0837 |
| | (0,1887) | (0,1815) | (0,1858) | (0,1848) | (0,1850) | (0,1851) |
| Máquinas Industriais | 0,1622 | 0,0843 | 0,1498 | 0,1673 | 0,1652 | 0,1627 |
| | (0,1537) | (0,1515) | (0,1542) | (0,1538) | (0,1540) | (0,1541) |
| Outros | -0,0543 | -0,0853 | -0,0701 | -0,0472 | -0,0531 | -0,0567 |
| | (0,1318) | (0,1297) | (0,1324) | (0,1320) | (0,1321) | (0,1322) |
| Papel e celulose | 0,0324 | 0,0189 | 0,0020 | 0,0239 | 0,0283 | 0,0218 |
| | (0,1592) | (0,1565) | (0,1601) | (0,1593) | (0,1600) | (0,1598) |
| Petróleo e gás | 0,4627 *** | 0,4463 *** | 0,4328 *** | 0,4524 *** | 0,4570 *** | 0,4494 *** |
| | (0,1438) | (0,1414) | (0,1447) | (0,1439) | (0,1442) | (0,1446) |
| Química | 0,5118 *** | 0,5292 *** | 0,4936 *** | 0,5228 *** | 0,5183 *** | 0,5090 *** |
| | (0,1502) | (0,1477) | (0,1511) | (0,1503) | (0,1505) | (0,1513) |
| Sider. e metalúrgica | 0,1490 | 0,1600 | 0,1149 | 0,1764 | 0,1531 | 0,1427 |
| | (0,1379) | (0,1355) | (0,1399) | (0,1386) | (0,1381) | (0,1392) |
| Software e dados | 0,3933 *** | 0,2852 * | 0,3902 *** | 0,4026 *** | 0,3988 *** | 0,4003 *** |
| | (0,1474) | (0,1458) | (0,1477) | (0,1476) | (0,1477) | (0,1477) |
| Telecomunicações | -0,1048 | -0,1446 | -0,1765 | -0,1250 | -0,1392 | -0,1468 |
| | (0,1544) | (0,1511) | (0,1555) | (0,1540) | (0,1540) | (0,1545) |
| Têxtil | 0,1669 | 0,1790 | 0,1454 | 0,1800 | 0,1714 | 0,1626 |
| | (0,1384) | (0,1360) | (0,1394) | (0,1386) | (0,1387) | (0,1394) |
| Transp. e serviços | 0,1670 | 0,0885 | 0,0988 | 0,0116 | 0,1158 | 0,1160 |
| | (0,1400) | (0,1360) | (0,1388) | (0,1384) | (0,1385) | (0,1385) |
| Veículos e peças | 0,1852 | 0,1924 | 0,1619 | 0,2046 | 0,1882 | 0,1825 |
| | (0,1412) | (0,1388) | (0,1423) | (0,1416) | (0,1416) | (0,1418) |
| ANO | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Intercepto | 0,7496 *** | 0,5711 *** | 0,6804 *** | 0,6373 *** | 0,6837 *** | 0,6649 *** |
| | (0,1589) | (0,1546) | (0,1567) | (0,1587) | (0,1571) | (0,1601) |
| N | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 | 1370 |
| F | 23,21 | 25,89 | 23,05 | 23,09 | 22,89 | 22,91 |
| p-value | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| R ² | 0,2885 | 0,3125 | 0,2871 | 0,2874 | 0,2856 | 0,2858 |

Nota: Níveis de significância: * < 0,1; ** < 0,05 e *** < 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa (2021).

O Giro do Ativo mostrou-se ser, entre as variáveis observadas, a que mais sofreu impacto significativo. Analisando os resultados do teste, entende-se que pertencer ao Balcão Organizado, ao Novo Mercado ou ao Nível 1 da B3 foi negativo para as empresas estudadas, enquanto integrar a listagem do Bovespa Mais foi positivo. Além disso, vê-se também que o tamanho das empresas apresentou resultado negativo em todos os níveis observados, tanto nos NDGC como no Tradicional, ou seja, entende-se que o tamanho da empresa sofre impacto negativo se observado o Giro do Ativo como variável dependente, sendo indiferente a adesão ou não aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3. Ainda que as rodagens apresentem relação negativa para três (03) níveis observados, alguns segmentos se destacaram por revelar resultados positivos significantes. Alimentos e bebidas, comércio, eletroeletrônicos, petróleo e gás, química e software e dados foram os setores que apresentaram resultado positivo em todos os modelos econométricos

analisados, o que implica dizer que atuar nesses segmentos de atividades impacta positivamente no giro de ativo da organização.

5 CONCLUSÃO

Analisando os resultados encontrados com as rodagens, concluiu-se que o teste realizado com o ROA confirma a hipótese dessa pesquisa, tendo em vista que os resultados mostraram que as companhias que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 apresentaram relação positiva e significativa, e por outro lado, as empresas que não estão listadas nos NDGC apresentaram resultados negativos. Entretanto, considerando os resultados alcançados através do ROE e do Giro do Ativo, não é possível determinar que a adesão aos NDGC exerce influência positiva significativa. Isso porque essas duas variáveis geraram resultados diferentes, principalmente a análise do ROE, que mostrou que as empresas que ainda estão no Mercado Tradicional têm um desempenho melhor. Enquanto no Giro do Ativo, mesmo com vários setores específicos mostrando relação positiva, a presença nos NDGC revelou-se ser negativo para a maior parte dos níveis de listagem da B3.

Portanto, com base nos resultados obtidos nessa pesquisa, conclui-se que não há como afirmar que a presença nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 gera impactos positivos e relevantes no retorno sobre o patrimônio líquido e giro do ativo. Contudo, observou-se a influência positiva na adesão aos NDGC na performance de alguns indicadores específicos, como no caso do retorno sobre o ativo (ROA).

Entende-se que o trabalho realizado apresenta limitações e que outros estudos podem alcançar resultados diferentes. As limitações se dão principalmente pela quantidade de variáveis observadas (três variáveis dependentes) e pela quantidade de empresas retirada para amostra. Outros trabalhos podem ser feitos levando em consideração outros indicadores, como o valor de mercado, assim como podem ser realizadas análises mais aprofundadas sobre os setores de atividades. Além disso, sugere-se que trabalhos futuros busquem relacionar o desempenho do ROI e a adesão aos níveis diferenciados da B3 de forma específica, para entender se de fato as empresas do mercado tradicional apresentam melhor performance e a causa desse resultado.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2020.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R.; LIMA, G. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 27-39, 2013.
- BERARDI, P. C. **A evolução do conceito de governança corporativa à luz da ética: uma análise longitudinal**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.
- BERLE, A. J., MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). **Segmentos de Listagem**. São Paulo: B3, 2020. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 31 mai. 2021

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). **Sobre a B3**. São Paulo: B3, 2015. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/>. Acesso em: 29 mar. 2021.
CAIXE, D.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, jan./mar, p. 96-117, 2014.

COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. **The Financial Aspects of Corporate Governance (Relatório de Cadbury)**. Londres, 1992. Disponível em: <<https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em: 29 mar. 2021.

DINIZ, Natália. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 1. ed. Rio de Janeiro: SESES Estácio, 2015.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Sobre o IBGC**. São Paulo: IBGC, 1999. Disponível em: <ibgc.org.br>. Acesso em: 03 abr. 2021.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KNECHTEL, M. R. **Metodologia da pesquisa em educação: uma abordagem teórico-prática dialogada**. Curitiba: InterSaberes, 2014.

LIMA, S. et al. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos Indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado Diferenciado da BM&FBovespa. **REGE**, São Paulo, v. 22, n. 2, abr./jun, p. 187-204, 2015.

MACHADO, D. G.; BIANCHI, M.; SILVEIRA, E. M. B. Governança corporativa: descrição da produção científica sobre o tema. **SINERGIA - Revista do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis**, v. 13, n. 3, p. 27-38, 2011.

OLIVEIRA, D. et al. Implementação da Governança Corporativa nos Negócios do Brasil. **Revista Científica Hermes**, n. 22, set./dez, p. 540-560, 2018.

OLIVEIRA, M. et al. Governança corporativa: uma análise do desempenho das companhias abertas brasileiras listadas nos níveis da BM&FBovespa. **Revista de administração de Roraima-UFRR**, Boa Vista, v. 7, n. 2, jul/dez, p. 402-425, 2017.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Os Princípios da OCDE para as Sociedades**. Paris: OCDE, 2004.

RAMOS, G.; MARTINEZ, A. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. Florianópolis, v. 3, n. 6, jul./dez, p. 143-164, 2006.

RICONNECT. **Mercado de Balcão**: o que é, como funciona e quais ativos? São Paulo: Riconnect, 2021. Disponível em: <<https://riconnect.rico.com.vc/blog/mercado-de-balcao/>> Acesso em: 19 nov. 2021.

SHLEIFER, A.; VISHNY, W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. v. 2, n. 2, jun, 1997.

SILVA, A. Governança corporativa, desempenho, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **R. Adm.**, São Paulo, v. 39, n. 4, out/dez, p. 348-361, 2004.

SILVA, R.; NARDI, P.; PIMENTA, T. O impacto da migração das empresas Para os níveis diferenciados de Governança corporativa da BM&FBovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 5, n. 2, mai./ago, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2002.