

Universidade Federal de Alfenas
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas
Campus Avançado de Varginha

EVERTON AUGUSTO ARAUJO

**Análise da Influência da Governança Corporativa na Rentabilidade de
Empresas Listadas na B3 em 2019**

Varginha/MG

2021

EVERTON AUGUSTO ARAUJO

**Análise da Influência da Governança Corporativa na Rentabilidade de
Empresas Listadas na B3 em 2019**

Trabalho de conclusão de Piepex
apresentado ao Instituto de Ciências Sociais
Aplicadas da Universidade Federal de
Alfenas como requisito parcial para a
obtenção do título de Bacharel em Ciência e
Economia

Orientador: Prof^ª Me. Karla Luisa Costa
Sabino

VARGINHA/MG

2021

EVERTON AUGUSTO ARAUJO

A banca examinadora abaixo assinada, aprova o Trabalho de Conclusão de PIEPEX apresentado como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel Interdisciplinar em Ciência e Economia pelo Instituto de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal de Alfenas.

Aprovada em:

Profª Me. Karla Luisa Costa Sabino

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Profº Me. Hugo Lucindo Ferreira

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Profª Maria Aparecida Curi

Instituto de Ciências Sociais Aplicadas

Assinatura:

Resumo

O presente estudo tem o objetivo verificar a influência da Governança Corporativa na análise da rentabilidade das empresas listadas na B3 durante o ano de 2019. Para tanto, foi realizada uma pesquisa com 290 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Como método de pesquisa, utilizou-se a análise de regressão múltipla com corte transversal, sendo estes coletados nas demonstrações financeiras findas em 2019, por meio da Base de Dados Económica e nos segmentos de listagem na B3. O resultado do estudo mostrou a rejeição da hipótese de que a governança pode ter influência na rentabilidade no ano analisado. De acordo com esses resultados, apenas uma variável explicativa foi relevante para o modelo analisado, que foi o tamanho da empresa. Dessa forma, o resultado do modelo constatou-se que quanto maior é o tamanho da empresa, menor é sua rentabilidade.

Palavras-chaves: Governança Corporativa; rentabilidade; empresas listadas; bolsa de valores.

LISTA DE TABELAS

Quadro 1 - Classificação de níveis diferenciados de governança corporativa.....	12
Tabela 1 - Amostra Definida.....	15
Tabela 2 - Quantidade de empresas em diferentes Níveis de Governança.....	16
Tabela 3 - Resultado do modelo de regressão.....	17
Tabela 4 – VIF das variáveis explicativas.....	17
Tabela 5 – Teste de Breusch-Pagan.....	18
Tabela 6 – Resultado do modelo de regressão – Erros Padrão Robustos.....	18
Tabela 7 – Teste Ramsey RESET.....	19

Sumário

1. INTRODUÇÃO	6
1.1 Contextualização	6
1.2 Questão de pesquisa	7
1.3 Objetivos	7
1.3.1 Objetivo Geral	7
1.3.2 Objetivos específicos	7
1.4 Justificativa e relevância	8
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	8
2.1 - Rentabilidade das Empresas	8
2.2. Governança Corporativa	9
3. METODOLOGIA	14
3.1 Caracterização da pesquisa e da amostra pesquisada	14
3.2 Variáveis	15
3.3. Modelo Econométrico Utilizado	16
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	16
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	20
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	21

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A contabilidade tem sido utilizada na busca de elementos que confirmem a credibilidade das informações ao público externo. Para Gitman (2010), a rentabilidade permite aos usuários externos analisar o desempenho econômico-financeiro de uma organização. Corroborando com isso, para Kruger e Petri (2013), a análise da rentabilidade é fundamental, tanto pelos usuários internos no qual os permitem controlar e definir estratégias, quanto aos interesses dos usuários externos, cujo os objetivos são comparar resultados sobre a rentabilidade dos investimentos. Assim, por meio da divulgação dos dados contábeis torna-se importante o estudo sobre a rentabilidade das empresas, a qual é representada pelo retorno sobre o investimento (NASCIMENTO; REGINATO, 2008).

Dessa maneira, as discussões em torno dos interesses dos usuários externos estão relacionadas a transparência dos atos administrativos, da assimetria informacional, da harmonização das práticas contábeis. Com isso, relaciona-se a análise da rentabilidade que é feita através da divulgação dos resultados contábeis emitidos pelas empresas há redução da assimetria informacional (NASCIMENTO; REGINATO, 2008).

Contribuindo para isso, Silveira (2010), afirma que para redução dessa assimetria há a introdução do conceito de Governança Corporativa, ao qual tem como objetivo a proteção dos investidores. Dessa maneira, a Governança Corporativa ajuda no processo de redução de assimetria informacional, buscando primordialmente acabar com o conflito de interesse entre agentes e gestores (ANDRADE; ANDRADE, 2012). Em resumo, essa é a base que sustenta os estudos realizados em torno da governança corporativa e das boas práticas associadas a este tema, cuja adoção é recomendada às empresas (NASCIMENTO; REGINATO, 2008).

Dessa forma torna-se importante a análise da Governança Corporativa na rentabilidade das empresas listadas na B3, visto que o Produto Interno Bruto (PIB), no ano de 2019 foi de R\$ 7,25 trilhões e o volume total negociado no pregão à vista alcançou R\$ 3,77 trilhões. Assim, as empresas listadas corresponderam a cerca de 52,0% do PIB no período (MONEYTIMES, 2021). Diante disso, de acordo com a B3, em 2019 foi registrado volumes recordes de negociação, assim, é notável que as empresas analisadas durante o ano, contribuem de forma gradativa para o desenvolvimento da economia do Brasil.

1.2 Questão de pesquisa

Diante disso, o presente estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a influência da governança corporativa na rentabilidade das empresas listadas na B3?

Para Silva e Oliveira (2014), as práticas de Governança Corporativa auxiliam na decisão de investimento, dessa forma é possível atrair investidores a partir do momento em que esses, exercem mais influência no desempenho da companhia, pois o nível da governança determina as formas de atuação das empresas.

De acordo com Gotardelo (2006), ao relacionar a Governança Corporativa e rentabilidade como variáveis correlacionadas, pressupõem-se que práticas de boa governança influenciam no processo de enriquecimento das empresas, seja através de maior acesso a fontes de capital ou através da redução do custo de endividamento, o que resultaria em maiores alavancagens operacionais.

Para Silveira, Famá e Barros (2014), a Governança Corporativa mostra uma relação positiva e significativa entre qualidade da governança e a rentabilidade, possuindo um efeito correlacional, isto é, o aumento da qualidade da governança prevê uma maior capitalização nas empresas listadas na B3.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do trabalho é verificar a influência da Governança Corporativa na análise da rentabilidade das empresas listadas na B3, durante o ano de 2019.

1.3.2 Objetivos específicos

Especificamente, para atingir o objetivo apresentado, este trabalho visa:

1. Identificar em quais níveis de governança corporativa as empresas listadas se enquadram;

2. Verificar, estatisticamente, a intensidade da relação supracitada, existente nos diversos setores escolhidos na amostra da pesquisa;

1.4 Justificativa e relevância

A importância desta pesquisa se dá devido à magnitude de tal evento, sendo necessária a realização de pesquisas sobre seus efeitos em empresas brasileiras. Dessa maneira, a relação dos indicadores de governança corporativa e a rentabilidade da empresa faz com que sejam mitigados os conflitos de interesse entre agentes e gestores impactando assim, na redução da assimetria informacional. Assim, espera-se que as empresas que adotam boas práticas de governança tendem a alcançar uma maior rentabilidade do seu valor de mercado.

Este trabalho está separado nas seguintes seções: após esta introdução, tem-se o referencial teórico, o qual explica a importância da análise da rentabilidade nas empresas e a forma de como ela é calculada. Posterior a isso, é discutido o conceito de Governança Corporativa e sua importância no cenário brasileiro. A terceira seção descreve a obtenção dos dados e a metodologia do Estudo de Eventos. Na quarta seção é apresentado a análise e os resultados da pesquisa. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões deste trabalho.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 - Rentabilidade das Empresas

A análise de rentabilidade é uma importante ferramenta para a mensuração do desempenho econômico de uma empresa. De acordo com Soares e Galdi (2011), por meio dessa análise, analistas e gestores de finanças usufruem dos números encontrados nas demonstrações financeiras para fazer possíveis previsões que venham a reproduzir a situação da empresa com relação à lucratividade, eficiência, crescimento e eficácia de suas ações. Portanto, a análise busca entender os fundamentos das empresas por meio da extração dos dados contábeis à disposição, o que pode tornar possível desenvolver informações que possam ajudar a estudar a saúde financeira de uma empresa (BRAGA; NOSSA; MARQUES, 2004).

Segundo Fernandes *et al.* (2014), a rentabilidade das empresas mede o êxito econômico de uma organização, isto é, o retorno que ela conseguiu por meio de seus investimentos. Alcançando-se assim, os resultados que a empresa teve sobre o que foi investido. Os indicadores de rentabilidade de uma empresa permitem compreender a dimensão que os seus resultados tiveram sobre o que foi investido. Dessa forma, índices financeiros visam analisar e acompanhar o desempenho de um negócio, sendo os resultados contábeis ferramentas necessárias para calcular os indicadores de rentabilidade de uma empresa (PEREIRA *et al.*; 2015).

A rentabilidade é o retorno de um investimento, dessa forma, o *Return on Assets* (ROA) é uma medida de desempenho comparativo, mostrando o quanto a empresa obtém de lucro líquido em relação ao seu ativo, esta é uma medida de desempenho (BARBOSA, NOGUEIRA; 2018). Para Gitman (2010), ela estima a eficiência da administração na geração de lucros a partir dos ativos e revela o resultado adequado mostrando o quanto a empresa obteve a cada 1 R\$ investido nos ativos. Quanto maior for tal indicador maior será o retorno sobre a empresa. Corroborando tal informação, Lima (2017), diz que esse indicador mede a eficácia geral da administração de uma empresa em termos de geração de lucros com os ativos disponíveis.

De acordo com Gitman (2010), o ROA é calculado da seguinte forma:

$$\text{Retorno Sobre o ativo} = \text{Lucro Líquido} \div \text{Ativo Total}$$

Diante disso, de acordo com Knapp e Velho (2019), a definição do índice acontece de diversas maneiras, mas a mais comum é dividindo o lucro líquido pelo ativo total, e quanto maior o resultado do índice, melhor, pois indica a eficiência da empresa na geração de lucros.

2.2. Governança Corporativa

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2021), o estímulo de boas práticas de Governança Corporativa se deu através dos escândalos nos Estados Unidos nas últimas décadas. Dessa forma, acionistas e investidores começaram a buscar proteção em relação aos abusos feitos pela diretoria executiva e administração das empresas as quais omitiam dados em relação à sua real situação. Tais situações ocorreram especialmente no período de 2001 a 2003, no qual grandes empresas mostraram que a governança deveria ser aprimorada pois algumas estavam elevando o valor das suas ações

através da modificação dos seus balanços financeiros, gerando desconfianças aos seus acionistas e insegurança aos seus investidores (SILVEIRA, 2010).

Sendo um conjunto que integra controles internos e externos, a Governança Corporativa objetiva o equilíbrio de conflitos de interesse entre gestores e acionistas. Dessa forma, é um instrumento eficiente na gestão de um negócio (DAROSI, 2014). Assim, sua definição é relacionada a soluções de conflitos entre agentes buscando tomar decisões com a finalidade de maximizar riscos e a geração de valor no longo prazo. Assim, os mecanismos de Governança devem estar presentes em qualquer instituição para evitar problemas como: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos (SILVEIRA, 2010).

De acordo com IBGC (2021), a Governança Corporativa é um sistema no qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas a abranger relacionamentos entre sócios, gestores, diretorias, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Assim, boas práticas de Governança Corporativa são essenciais para uma organização que pretende ficar mais atraente a investidores, dado que, proporciona a aceitação mais confiável do mercado (VALENTIM; SOUZA, 2018).

Para Berle e Means (1932), a Governança Corporativa é relacionada à administração de uma organização, suas relações com acionistas e outras partes interessadas (cliente, funcionário, fornecedores, comunidade entre outros). Sendo assim, esse mecanismo é baseado nas soluções de conflitos (proprietários e administradores).

Além disso, de acordo com o IBGC, as boas práticas de governança têm como princípio básico as recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de uma entidade no longo prazo, contribuindo com a qualidade da gestão e facilitando o seu acesso a recursos, promovendo assim, a sua longevidade. Dessa forma, segundo o instituto, uma boa prática de GC está relacionada a uma melhor transparência de uma organização.

De acordo com Silva (2004), quando existem pessoas que possam influenciar no controle de uma companhia, possivelmente um conflito de agência pode surgir. Dessa forma, ter uma estrutura de controle de propriedade é fundamental para as empresas, uma vez que podem influenciar diretamente o seu desempenho no mercado. Nesse sentido, de acordo com Knapp e Velho (2019), a Governança Corporativa busca acabar com o conflito

entre acionistas e empresa sendo uma forma que os acionistas encontram para demonstrar as suas intenções.

Na mesma visão, segundo Darosi (2014), a Governança Corporativa estabelece o autocontrole do relacionamento entre administradores e seus acionistas, favorecendo o equilíbrio entre gestão e propriedade. Para ele, essa ferramenta considera os papéis e as responsabilidades entre os poderes executivos, diretores, acionistas e toda comunidade que interage ou tenha algum interesse na empresa. Assim, é possível criar dentro de uma organização um ambiente onde os agentes respeitem as regras impostas e tomando as decisões que beneficiam a empresa (ALBUQUERQUE; SANTOS, 2019).

Diante disso a Governança Corporativa ajuda no processo de análise dos investidores perante uma organização, pois a governança vai determinar as formas de atuação que administradores podem ter em uma companhia. Dessa forma, podem influenciar ao elevar do valor de uma empresa ao elevar sua visibilidade no mercado de capitais. Observando as empresas que adotam boas práticas de governança, ocorre uma influência positiva sobre os ativos da empresa, que transparece que empresas com melhores práticas podem apresentar melhor desempenho (ALMEIDA *et al*; 2010).

De acordo com o IBGC (2021), no Brasil, o movimento de boas práticas de Governança Corporativa tornou-se mais relevante a partir das privatizações e abertura do mercado nacional nos anos 1990. Neste período, em 1995, ocorre a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), em que partir de 1999, passou a ser intitulado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que busca influenciar os gestores a adotarem práticas transparentes, responsáveis e equânimes na administração das organizações.

Em 1999 foi lançado o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Para Silveira (2010), esse documento abriu as discussões iniciais sobre o tema no país. Assim, através de um estudo dirigido pelo Banco Mundial em parceria com a consultoria McKinsey, observou-se que os investidores locais estariam dispostos a pagar um valor maior nas ações de empresas que adotam maior transparência e prestação de contas. Dessa forma, a Governança Corporativa ganhou uma nova dimensão no Brasil e em 2000 foi divulgado os segmentos de listagem pela Bovespa atual B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e posteriormente, Bovespa Mais e Bovespa Mais 2. Esses estão em ordem crescente relacionado a boas práticas de governança, a qual ganhou força

basicamente em função dos conflitos de interesse entre controladores e minoritários decorrentes da má gestão e alienação de blocos de controle nas empresas.

De acordo com a B3 (2021), os níveis de governança foram criados a partir do momento em que os agentes perceberam que para o desenvolvimento do mercado de capitais se desenvolver era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis das empresas. Dessa forma, esses segmentos possuem regras de Governança Corporativa diferentes, tendo como objetivo uma melhor avaliação. Assim, tais regras atraem os investidores e asseguram direitos aos acionistas, através da disposição de informações aos participantes do mercado, diminuindo a assimetria informacional.

Para a B3 (2021), atualmente existem cinco segmentos de listagem de Governança Corporativa, Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais, Bovespa Mais 2 e o Tradicional (Básico). Para Valentim e Souza (2018), a B3 adotou esses segmentos de Governança para disponibilizar ao investidor maior credibilidade. Assim, esses, se tornaram referência para os investidores decidirem onde e como investir. O quadro 1 a seguir mostra de forma resumida os critérios de listagem das companhias em cada segmento.

Quadro 1: Classificação de níveis diferenciados de governança corporativa

	Bovespa Mais	Bovespa Mais 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25% a partir do 7º ano de listagem.	25% ou 15%, caso o ADTV (average daily trading volume) seja superior a R\$ 25 milhões.	25% ou 15%, caso o ADTV (average daily trading volume) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros dos quais, pelo menos, 2 ou 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos.	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% mandato unificado de até 2 anos.	Mínimo de 3 membros com mandato unificado de até 2 anos	

Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia.	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia.	Não há regra específica	
Reunião Pública Anual	Facultativo	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras.	Obrigatória (presencial)	Facultativo	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON e PN		100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON
Saída do segmento/Oferta Pública	Realização de OPA,	Realização de OPA por preço justo.	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída	Realização de OPA,	Realização de OPA,
Auditoria interna	Facultativo	Obrigatória a existência de área de auditoria interna.	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativo	

Quadro - Comparativo dos segmentos de listagem

Fonte: Adaptado de B3, 2021.

O Nível 1 da Governança Corporativa adota práticas que favorecem a transparência e o acesso à informação aos investidores. Um dos seus únicos requisitos é apresentar informações exigidas pela lei e garantir o mínimo de 25% das ações em circulação no mercado (*free float*).

O nível 2 de Governança Corporativa é similar ao Novo Mercado, sua principal diferença é que a empresa tem o direito de ofertar ações preferenciais (PN), no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos acionistas mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, no caso das PN, não dá direito aos acionistas em situações críticas como fusões e incorporações.

O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

- No caso de alienação do controle, os acionistas minoritários têm o direito de vender suas ações pelo preço ofertado (*tag along* de 100%).
- Conselho de administração deve ser composto por no mínimo no mínimo, 2 ou 20% dos conselheiros independentes à empresa
- Deve manter no mínimo 25% das ações em negociação no mercado (*free float*)
- Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

A Bovespa Mais, tem como objetivo desenvolver o crescimento de pequenas empresas via mercado de capitais, implementando elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado. Esse segmento possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento e ao mesmo tempo a coloca na “vitrine”, aumentando sua visibilidade para os investidores.

A Bovespa Mais Nível 2 é similar ao Bovespa Mais, contudo as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador. No caso das PN, não dão direito aos acionistas em situações críticas como fusões e incorporações.

3. METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa e da amostra pesquisada

A fim de atender o objetivo proposto no artigo, essa pesquisa é classificada como descritiva, explicativa e quantitativa. Dessa forma, de acordo com Gil (1999), essa pesquisa é definida como descritiva pois o seu objetivo inicial é descrever as características da variável dependente em relação às variáveis independentes das empresas listadas na B3, visto que estabelecendo-se assim uma relação entre as variáveis.

Assim, de acordo com Raupp e Beuren (2006), essa pesquisa é quantitativa pois é abordada por instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento de dados.

A amostra utilizada nesta pesquisa é representada por todas as empresas de capital aberto, com exceção das empresas do setor financeiro, por possuírem características particulares específicas e que fogem da proposta da pesquisa. Assim, a amostra inicial era composta por 293 posteriormente foram excluídas as empresas que não apresentaram nenhum resultado no ano analisado, totalizando 290 empresas no final da amostra. Na Tabela 1 é possível observar a quantidade de empresas participantes por setor.

Tabela 1: Amostra Definida

Setor	Quantidade de Empresas
Bens Industriais	58
Comunicação	4
Consumo Cíclico	78
Consumo não cíclico	23
Materiais Básicos	28
Outros	17
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10
Saúde	19
Tecnologia da Informação	5
Utilidade Pública	48
Total	290

Fonte: Elaborada pelo autor

Destaca-se que grande parte da amostra concentram-se em empresas dos setores de bens industriais, consumo cíclico e utilidade pública.

3.2 Variáveis

A definição das variáveis que compõe a análise baseou-se nos estudos de Almeida, Santos, Ferreira, Torres (2010); Nascimento, Reginato (2008); Gitman (2010); Silveira

(2010) e Darosi (2014). Desta forma, como variável dependente foi considerada a rentabilidade sobre o ativo (ROA), essa variável será representada pela divisão do seu Lucro Líquido pelo seu ativo total. Como principal variável independente foi considerada a Governança Corporativa (variável dummy), que assume 1 quando a empresa está listada em alguns dos segmentos citados no Quadro 1, e 0 caso contrário, e como variáveis de controle foram consideradas a idade, que é relacionada ao tempo que a empresa está atuante no mercado e tamanho, que é medida pelo logaritmo do ativo total.

3.3. Modelo Econométrico Utilizado

Com objetivo de responder o problema de pesquisa utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla do tipo seção transversal através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). O modelo de regressão elaborado pode ser representado da seguinte maneira:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{Tamanho} + \beta_2 \text{Governança Corporativa} + \beta_3 \text{Idade} + \varepsilon \quad (2)$$

O modelo que melhor se ajustou ao objetivo da pesquisa e às características dos dados analisados foi o apresentado na Tabela 3, extraído a partir do software STATA® 13.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como forma de atender ao primeiro objetivo específico, foi feita a classificação das empresas pertencentes à amostra por nível de governança. Conforme apresentado na Tabela 2. O Novo Mercado representa 42%, da amostra, 7% estão Nível 1, 6% no Mercado Tradicional, 4% no Nível 2, 5% no Bovespa Mais e 1% no Bovespa Mais 2 e 35% das companhias analisadas não aderem a nenhum segmento.

Tabela 2: Quantidade de empresas em diferentes Níveis de Governança

Nível de Governança	Quantidade de empresas
Nível 1	20
Nível 2	13

Novo Mercado	121
Bovespa Mais	15
Bovespa Mais 2	2
Tradicional	17
Não aderem nenhum segmento	102
Total	290

Fonte: Elaborada pelo autor

Em seguida foi realizada a análise de regressão múltipla, a fim de atender o segundo objetivo específico, conforme modelo econométrico anteriormente apresentado. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3: Resultado do modelo de regressão

Variável	Coefficiente	Std. Error	Estatística-t	P> t
Tamanho	-.1680746	.0414007	-4.06	0.000*
Governança Corporativa	-.081112	.0989815	-0.82	0.413
Idade	.000063	.0004308	0.15	0.884
R ²	0.0615			
Nº de Observações	290			

Legenda: * significativo à 1%; ** significativo à 5%; *** significativo à 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a validação dos pressupostos do modelo clássico de regressão linear foi efetuada por meio de aplicações de testes quanto à homocedasticidade, ausência de multicolinearidade e correta especificação do modelo. Destacando-se que não foram realizados testes para verificar se os resíduos apresentaram autocorrelação, uma vez que se trabalhou com dados de corte transversal.

Para verificar a ausência de multicolinearidade foram geradas regressões auxiliares e analisados os fatores de influência da variância – VIF. Dessa forma, o VIF encontrado no modelo foi baixo (menor do que 10), conforme verificado na Tabela 4. Para Gujarati (2006), os problemas de multicolinearidade só são considerados quando excedem um valor acima de 10. Portanto, nesse modelo o resultado do VIF médio é 1,02% - menor do que 10 - comprovando que não há problemas nas variáveis explicativas.

Tabela 4: VIF das variáveis explicativas

Variáveis	VIF	1/VIF
Tamanho	1,03	0. 970234
Governança Corporativa	1,03	0. 973196
Idade	1,00	0. 996676
Mean VIF	1,02	

Fonte: Dados da pesquisa.

Posterior a isso, verificou-se o problema de heterocedasticidade através do teste de Breusch-Pagan. De acordo com esse teste, se a elasticidade multiplicadora de Lagrange (LM) for significativa ao nível de significância ($p\text{-valor} < \alpha$), rejeita-se a hipótese nula de homoscedasticidade. Dessa forma, o p-valor encontrado é zero, tendo um nível de significância de 1% aceita pelo modelo, sendo inferior ao nível de significância estabelecido, aceita-se que o modelo tem problemas de heterocedasticidade. Com isso foi possível confirmar que o modelo estimado há presença de heterocedasticidade para as variáveis consideradas.

Tabela 5: Teste de Breusch-Pagan

Teste Chi2(1)	Prob> chi2
223.23	0.000*

Legenda: * significativo à 1%;** significativo à 5%;*** significativo à 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Optou-se então por reestimar o modelo com erros-padrão robustos, como pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6: Resultado do modelo de regressão – Erros Padrão Robustos

Variável	Coefficiente	Std. Error	Estatística-t	P> t
Tamanho	-.1680746	.0467561	-3.59	0.000*
Governança Corporativa	-.081112	.1193522	-0.68	0.497
Idade	.000063	.000223	0.28	0.778

R ²	0.0615
Nº de Observações	290

Legenda: * significativo à 1%;** significativo à 5%;*** significativo à 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A especificação do modelo estimado foi comprovada pelo modelo do teste RESET. Dessa forma, a hipótese nula é que o modelo não possui variáveis omitidas. De acordo com Ramsey (1969), este teste supõe que se o modelo correto for dado, nenhuma função não linear das variáveis explicativas deveria ser estatisticamente significativa quanto adicionadas nesse modelo. Assim, se o p-valor da estatística F (0,0123) for inferior ao nível significativo adotado (1%), tem-se que a forma funcional não foi corretamente especificada ou que existem variáveis relevantes que foram omitidas no modelo. Conforme observa-se na tabela 7, o resultado da estatística F foi maior do que o nível de significância adotado, indicando que o modelo não teve variáveis omitidas, confirmando a hipótese nula do modelo.

Tabela 7: Teste Ramsey RESET

Teste Chi2(1)	Prob> chi2
F(3, 283)	3.70
Prob> F	0.0123*

Legenda: * significativo à 1%;** significativo à 5%;*** significativo à 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

É importante destacar que o modelo não apresentou variáveis omitidas, utilizando um nível de significância de 1%, indicando que as variáveis utilizadas foram relevantes para a análise. Contudo, o trabalho necessita da ampliação do período estudado. De toda forma os achados dessa pesquisa podem ser analisados mediante a significância dos resultados nas variáveis testadas.

Dado isso, é possível fazer a análise dos resultados apresentados pela regressão. Nota-se que apenas a variável tamanho foi estatisticamente significativa e negativa, indicando que quanto maior é a empresa menor será a sua rentabilidade. A variável Governança Corporativa não foi estatisticamente significativa, contrariando o trabalho de

Almeida (*et al*; 2010); Couto (2021); Darosi (2014) e Gotardelo (2006) os quais indicavam uma relação estatisticamente significativa entre governança corporativa e rentabilidade. Dessa forma, para o ano de 2019 o fato de uma empresa estar listada ou não em algum nível de governança não influenciou na rentabilidade das empresas pertencentes a amostra analisada. A variável idade também não apresentou significância estatística, ou seja, o tempo de existência da empresa não apresenta influência na rentabilidade das empresas pertencentes à amostra.

O R^2 ajustado indica que 6,15% da variação da variável Y pode ser explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes consideradas no modelo: tamanho, governança e idade. Dessa maneira, segundo Gujarati (2006), há ausência de ajustamento no modelo, uma vez que o percentual é baixo para explicar a variabilidade presente nos dados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar a influência da Governança Corporativa na análise da rentabilidade das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) durante o ano de 2019. Para isso a amostra foi totalizada por 290 empresas no ano de 2019.

O tratamento metodológico foi constituído pelo modelo de regressão múltipla, para estimar os parâmetros de regressão associados aos fatores explicativos (variáveis explicativas), foram definidos para a pesquisa: tamanho da empresa, representado pelo logaritmo do ativo total, idade, ambas variáveis quantitativas e a variável Governança Corporativa como variável qualitativa.

Dessa forma, foi atingido o objetivo geral que era verificar a influência da Governança Corporativa na rentabilidade das empresas listadas na B3. Sendo assim, o estudo conclui que durante o ano de 2019 a variável Governança Corporativa não foi estatisticamente significativa para explicar a rentabilidade das empresas, conforme foi apresentado na análise de resultados, não corroborando com pesquisas anteriores.

Nota-se que o tamanho da companhia, representada pela variável Log do Ativo Total foi a única que apresentou correlação positiva em conformidade. Desse modo, quanto maior é o tamanho da empresa, menor será a sua rentabilidade.

Portanto, conclui-se que para o ano de 2019, as empresas pesquisadas não apresentaram relação entre governança corporativa e rentabilidade. Os resultados obtidos não tiveram como objetivo esgotar os trabalhos relativos à temática. Contudo, o coeficiente de determinação ajustado, indica que 6,15% da variação na variável dependente Y pode ser explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes consideradas no modelo, o que não pode ser considerado um resultado relevante. Por fim, como sugestão para pesquisas posteriores, indica-se no modelo a ampliação da série temporal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBUQUERQUE, L.; SANTOS, A. GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA REPRESENTATIVIDADE DAS MULHERES NA DIRETORIA EXECUTIVA DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, v. 11, n. 3, p. 346-361, 2019.

ALMEIDA, M.et al. Governança corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na Bovespa. In: **Congresso USP de Contabilidade e Controladoria**. 2010.

ANDRADE, G.; DE ANDRADE, A. **Governança Corporativa**–Estudos de Escândulos Corporativos no Brasil e no Mundo. 2012.

B3. **Segmento de Listagem**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 14 mar. 2021.

BERLE, A; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/> Acesso em: 14 mar. 2021.

BRAGA, R.; NOSSA, V.; MARQUES, J. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. SPE, p. 51-64, 2004.

JULIBONI, M. **Volume movimentado pela B3 salta 71%, em 2020, e quase empata com o PIB pela primeira vez**. Money Tymes. São Paulo, 2021. 1 p. Disponível em <https://www.moneytimes.com.br/volume-movimentado-pela-b3-salta-71-em-2020-e-quase-empata-com-o-pib-pela-primeira-vez/>. Acesso em: 16 mar. 2021

COUTO, F. Análise dos índices da rentabilidade das empresas listadas na B3 no setor de consumo cíclico/Mídia/Produção e difusão de filmes e programas. **Repositório de Trabalhos de Conclusão de Curso**, 2021.

DAROSI, G. Governança Corporativa e Desempenho Financeiro nas Sociedades de Energia Elétrica Brasileira. **Caderno Profissional de Administração da UNIMEP**, v. 4, n. 2, p. 29-46, 2014.

GALHARDI, R. Faturamento de pequenas empresas subiu 6,9% em setembro. **Exame**, 2014. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/pme/faturamento-de-pequenas-empresas-subiu-6-9-em-setembro/> Acesso em: 22 de Agosto de 2019.

GIL, A. Como classificar as pesquisas. **Como elaborar projetos de pesquisa**, v. 4, p. 44-45, 2002.

GITMAN, J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 2010.

GOTARDELO, Davi Riani. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. 2006. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado em Administração, Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC-Minas), Belo Horizonte, MG, Brasil.

GUJARATI, D.; PETER, D. **Econometria Básica: Relaxamento das hipóteses do modelo clássico**. São Paulo: AMGH, 2011)

KNAPP, L. Análise de rentabilidade de empresas listadas no novo mercado de governança corporativa da BM&F BOVESPA. 2015.

KRUGER, S.; PETRI, S. ANÁLISE COMPARATIVA DA CAUSALIDADE DE MEDIDAS DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS DA BM&F BOVESPA NO PERÍODO DE 2000 A 2010. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 18, n. 1, p. 81-103, 2013.

LIMA, V. **Determinantes dos índices de rentabilidade: roa, roe, roi**. 2017.

NASCIMENTO, A; R. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, p. 25-47, 2008.

PEREIRA, R.; et al. Análise econométrica sobre os índices de rentabilidade das empresas de capitalização. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, v. 12, p. 01-11, 2015.

RAUPP, F.; BEUREN, I. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, p. 76-97, 2006.

SILVA, A. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

Silva, P.; Oliveira, M. **A Influência da Governança Corporativa no desempenho das empresas do setor elétrico brasileiro no período de 2010 a 2013** In: XV SEMANA DO ECONOMISTA. Ilhéus... Bahia, 2014.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R.s. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, D. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Conceitos Fundamentais e Panorama no Brasil e no Mundo?** São Paulo: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, D. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: História da Histórico da governança corporativa no Brasil?** São Paulo: Elsevier, 2010.

SOARES, E.; GALDI, F. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 279-298, 2011.

VALENTIM, B.; SOUZA, L. **Explorando as práticas de governança corporativa: um estudo comparado entre o estado da arte e o estado da prática—uma leitura para a experiência das empresas listadas na B3**.

