

A influência dos níveis de governança corporativa sobre a vantagem competitiva das empresas: um estudo das empresas brasileiras listadas na b3 no período de 2009 a 2018

The influence of corporate governance levels on competitive advantage of companies: a study of brazilian companies listed in b3 from 2009 to 2018

DOI:10.34115/basrv4n2-020

Recebimento dos originais: 05/03/2020

Aceitação para publicação: 28/04/2020

Francisca Batista de Oliveira Furtado

Pós-graduada em Contabilidade para Gestão Pública e Empresarial pela Universidade Federal de Campina Grande

Instituição: Universidade Federal de Campina Grande

Endereço: Rua José Vicente de Andrade, 111, Jardim Iracema, Sousa-PB, Brasil.

E-mail: ivonefbo@gmail.com

Hipônio Fortes Guilherme

Mestre em Sistemas Agroindustriais pela Universidade Federal de Campina Grande

Instituição: Universidade Federal de Campina Grande - UFCG

Endereço: Rodovia Antônio Mariz, BR 230 – km 466,5 – Fazenda Cesário, Sousa- PB, Brasil.

E-mail: hiponito@hotmail.com

Valterlin da Silva Santos

Doutor em Recursos Naturais pela Universidade Federal de Campina Grande

Instituição: Universidade Federal de Campina Grande

Endereço: Rodovia Antônio Mariz, BR 230 – km 466,5 – Fazenda Cesário, Sousa – PB, Brasil.

E-mail: valterlin@gmail.com

Cristiane Queiroz Reis

Mestre em Sistemas Agroindustriais pela Universidade Federal de Campina Grande

Instituição: Universidade Federal de Campina Grande - UFCG

Endereço: Rua Sancha Queiroga de Alencar, 653-primeiro andar - Jardim Rogério, Pombal-PB, Brasil.

E-mail: profcristianereis@gmail.com

RESUMO

Diante das mudanças de estrutura de capital e de um cenário marcado por escândalos corporativos, surge a Governança Corporativa buscando promover um equilíbrio nas relações entre os stakeholders e reestabelecer a confiança do mercado nas práticas empresariais. As práticas de GC (Governança Corporativa) objetivam a preservação e otimização do valor econômico da organização a longo prazo, facilitando a captação de recursos e melhorando a gestão organizacional, tornando a empresa competitiva. O presente estudo objetivou investigar se os níveis de governança corporativa (N1, N2 e NM) exercem influência sobre a vantagem competitiva das empresas listadas na Bolsa Balcão Brasil (B3). A amostra foi composta por 192 empresas participantes dos três níveis de GC conforme classificação da B3, cuja seleção foi

feita por meio da base de dados ComDinheiro®; o período estudado foi do ano de 2009 a 2018. Foram utilizadas Regressões Lineares com Dados em Painel para analisar as relações entre as variáveis do estudo. Os resultados obtidos revelaram uma influência negativa dos NGC sobre o IPL, LPA e EBITDA e nenhuma relação com as demais variáveis independentes; o que levou à rejeição da hipótese de que os Níveis de Governança Corporativa exercem influência positiva sobre a vantagem competitiva das empresas.

Palavras Chave: Governança Corporativa, Níveis diferenciados, Vantagem Competitiva.

ABSTRACT

Faced with changes in the capital structure and a scenario pronounced of corporate scandals, Corporate Governance emerges aiming to promote balance between stakeholders relations and reestablish market confidence in business practices. Corporate Governance (KM) practices fetch preserving and optimizing the long-term economic value of the organization, facilitating fundraising and improving organizational management, making the company competitive. The present study purposed to investigate whether corporate governance levels (N1, N2 and NM) influence the competitive advantage of companies listed on the Brazilian Stock Exchange (B3). The sample consisted of 192 companies participating in the three levels of CG according to B3 classification, whose selection was made through ComDinheiro® database; the period assayed was from 2009 to 2018. Linear Regressions with Panel Data were used to analyze the relationships between the study variables. The results showed a negative influence of NGC on IPL, LPA and EBITDA and no relation with the other independent variables; So that led to the rejection of the hypothesis that Corporate Governance Levels have a positive influence on companies' competitive advantage.

Keywords: Corporate Governance, Different Levels, Competitive Advantage.

1 INTRODUÇÃO

As mudanças na estrutura de capital e o crescimento do mercado de capitais foram a base para o surgimento da governança corporativa. A estrutura que antes era formada apenas por uma pessoa ou um pequeno grupo é hoje composta por vários acionistas, e a administração não é necessariamente exercida pelo proprietário, ocasionando uma divisão entre propriedade e gestão da firma (SILVEIRA, BARROS e FAMÁ, 2003).

De acordo com Santos et al. (2019), existe uma intensa procura das empresas por novos investidores tendo em vista que a absorção de recursos permite a muitas empresas privadas uma alavancagem em seu crescimento e a capacidade de disputar em mercados nacionais ou internacionais. Considerando a perspectiva capitalista econômica, cada acionista objetiva a maximização da riqueza a partir do que foi investido, podem surgir neste contexto conflitos de interesses entre os minoritários e os majoritários, conflitos esses explorados também por Jensen e Meckling desde 1976 sob a ótica da Teoria da Agência (SILVA, 2016). Diante disto, a governança corporativa surge em busca do equilíbrio na relação entre os *stakeholders*, e, segundo Arruda et al. (2008), pressupõe-se que esta garanta o uso dos recursos de forma

eficiente e eficaz na missão, nos objetivos e nas metas da organização, resguardando, assim, os interesses dos acionistas.

Conforme Martins et al. (2005), a Governança Corporativa é fundamentada por uma série de bons princípios relacionado a transparência, equidade, prestação de contas, cumprimento das leis e acima de tudo a postura ética na administração da empresa e também nas atividades desempenhadas por governos e entidades não-governamentais. Desta forma, as práticas de governança são bem vistas pelos investidores e, de certa forma, são um atrativo para o mercado de capitais.

A BMF & BOVESPA, hoje B3 (Bolsa Balcão Brasil), criou, em 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa com o intuito de melhorar e desenvolver as práticas no mercado. Para ingressar em um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), as empresas precisam aceitar e praticar novas regras societárias, denominadas como boas práticas de Governança Corporativa, estas regras produzem um aumento nos direitos dos acionistas, melhoram as informações para os *stakeholders* e ampliam a resolução de conflitos (SILVA et al., 2016).

Em consonância com Associação Brasileira das Companhias Abertas ¹(ABRASCA) (2019), o principal objetivo da Governança Corporativa (GC) é, a longo prazo, propiciar um maior nível de desenvolvimento da empresa e uma maximização do seu valor de forma sustentável, satisfazendo todas as partes relacionadas onde a mesma atua. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) ratifica o posicionamento da ABRASCA quando também afirma que as boas práticas de GC aumentam o valor econômico da organização (IBGC, 2019).

Para Silva et al. (2016, p.17), “a competitividade e os fatores de determinação de sucesso das organizações é um dos questionamentos principais do campo da estratégia empresarial.” O autor afirma que o processo de tomada de decisões vai determinar o sucesso ou o fracasso da organização, e que vantagens competitivas que aperfeiçoam o relacionamento com os usuários das informações tornam as organizações sustentáveis e com maior valor para os acionistas.

A vantagem competitiva poderá ser estudada pela eficácia revelada pela empresa na organização de suas atividades e que toda organização possui recursos geradores de vantagem

¹ A Abrasca - Associação Brasileira das Companhias Abertas, fundada em 1971, é uma organização civil sem fins lucrativos, cuja principal missão é a defesa das posições das companhias abertas junto aos centros de decisão e à opinião pública. Além disso, a Abrasca está permanentemente empenhada no desenvolvimento dos mecanismos do mercado de capitais e na disseminação de informações sobre os principais títulos, tais como ações, debêntures, notas comerciais, FIDC e CRI. A Entidade tem como princípio maior o aprimoramento das práticas de política e de administração empresarial, no que se refere ao mercado de capitais, base na qual deve ser inserida as boas práticas de governança corporativa. Possui atualmente cerca de 170 associadas, entre as quais estão incluídas as maiores e melhores empresas do País, e dirigida por um Conselho Diretor, representante das associadas, com cerca de 70 membros, que, por sua vez, elege a Diretoria (CPC, 2019).

competitiva e que estes são revelados quando as mesmas usam ele de forma a gerar bons resultados que são representados pelos retornos aos seus acionista (NU, ANTONIO e SUZART, 2010).

Considerando que a governança melhora o desempenho econômico financeiro das organizações ajudando-as a permanecerem no mercado por mais tempo a questão que norteará a presente pesquisa está formulada assim: Os níveis de governança corporativa exercem influência sobre a vantagem competitiva das empresas listadas na Bolsa (B3)?

O objetivo principal deste estudo é investigar se os níveis de governança corporativa (N1, N2 e NM) exercem influência sobre a vantagem competitiva das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3). Em outras palavras, o objetivo central desta pesquisa é averiguar se a variável “Nível de Governança Corporativa” – com classificação dada pela B3 – provoca alguma variação positiva no que tange a competitividade de uma organização. Para o alcance do mesmo as empresas foram listadas nos diferentes níveis de governança e segregadas por setor de atuação.

O forte crescimento econômico, a estabilidade macroeconômica e o *status* de grau de investimento alcançados nas últimas décadas tornaram o Brasil um lugar favorável para estudar mudanças na governança corporativa (BLACK, CARVALHO e SAMPAIO, 2014).

A criação dos níveis diferenciados de governança corporativa completou 18 anos em 2018; os mesmos foram criados com o propósito de desenvolver o mercado de capitais brasileiro através da formação de um ambiente de negociação mais seguro que fomentasse o interesse dos investidores e a valorização das organizações (B3, 2019; SANTOS et al., 2019). Estes segmentos possuem regras de governança corporativa diferenciadas, que ultrapassam as obrigações previstas na Lei das S.As e objetivam melhorar a avaliação das organizações que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem (B3, 2019).

No Brasil, os segmentos estão divididos em: Novo Mercado (NM), que é o mais elevado nível de governança, o N2, que é considerado uma média governança e N1, que representa as empresas que possuem governança, mas em um nível mais baixo. A primeira listagem foi divulgada em 2002 e tornou os níveis de GC um padrão de transparência requerido pelos investidores para as novas aberturas de capital (TAVARES e PENEDO, 2018).

Existe um crescimento substancial no número de pesquisas desenvolvidos sobre a temática Governança Corporativa tanto no âmbito nacional como no internacional, e este é um assunto bem compreendido nos mercados europeu e norte-americano, mas no Brasil esta temática precisa ser mais explorada (SANTOS et al., 2019; CALDAS, 2015; SILVA, 2016).

Segundo Lima et al. (2015), há evidências empíricas de que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança na BMF & Bovespa (hoje, B3) apresentam melhor desempenho econômico. Em seu trabalho, os mesmos autores sugerem trabalhos (futuros) com o uso de outros indicadores – diferentes daqueles que usaram – como Retorno sobre o Investimento (ROI) e Lucro por Ação (LPA).

Sendo assim, a pesquisa se justifica pelo fato de existir espaço para contribuição científica a respeito do tema, utilizando *proxies* diferentes para vantagem competitiva e indicadores ainda não contemplados pelos trabalhos já existentes.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para Casa et al. (2009), a governança corporativa ganhou espaço e confiabilidade nos anos 90 após a criação dos Códigos das Melhores Práticas, que teve como fundamento as crises das grandes empresas no âmbito mundial. Os autores explanam que os escândalos corporativos de empresas como Enron, Parmalat e outras entidades provocaram uma crise internacional e uma quebra da confiança entre investidores e corporações, e com isso a GC ganhou notoriedade e se tornou vital no processo de recuperação de credibilidade das empresas.

Catapan, Colauto e Barros (2013) defendem que o cenário internacional, marcado por escândalos corporativos, privatizações, fusões, aquisições e o crescimento dos fundos de pensão foram os impulsionadores para estudos da Governança Corporativa e todo esse processo ocasionou mudanças nas legislações de diversos países em busca de se instituir regras mais consistentes e transparentes, garantindo, assim, a proteção dos acionistas, criando um ambiente com menos conflitos de agência para os *stakeholders*.

No Brasil, foi criado em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que a princípio era chamado de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com intuito de instigar a sociedade e organizações no uso de práticas transparentes, responsáveis e igualitárias na administração das corporações (IBCG 2019). De acordo com Silveira (2003), o IBGC surgiu como sendo a única organização da América Latina com foco em debater o tema objetivando melhorar a GC no Brasil. No ano de 1999, segundo o IBGC foi lançado o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa com papel de tornar o ambiente organizacional e institucional brasileiro mais sólido, justo, responsável e transparente.

Ao discorrer sobre Governança Corporativa Black et al. (2014), diz que o fato da mesma possuir muitas facetas é um dos problemas para descrevê-la, pois o pesquisador pode afogar-se em detalhes. O IBGC (2019) diz que Governança Corporativa é um sistema no qual as empresas

são monitoradas, dirigidas e incentivadas e que este envolve os relacionamentos entre as partes interessadas como sócios e diretoria objetivando facilitar o acesso ao capital e melhorar o desempenho da empresa, contribuindo com a qualidade da administração da companhia e sua longevidade.

As boas práticas de GC têm por objetivo preservar e otimizar o valor econômico da organização a longo prazo, facilitar a captação de recursos, melhorar a gestão organizacional e com isso gera longevidade da mesma e o bem comum aos agentes envolvidos. Estas práticas são norteadas por quatro princípios: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC 2019). Em consonância com o IBGC, Santos et al. (2019) verifica que há uma afirmativa uníssona por parte dos órgãos que a GC melhora o relacionamento com dos *stakeholders* com a organização a medida que contribui para o melhor desempenho da mesma.

2.2 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

No ano 2000, a antiga BM&FBOVESPA, hoje conhecida como B3 (Brasil Bolsa Balcão), criou os segmentos diferenciados de governança corporativa, também tratados como segmentos especiais de listagem ou mercado diferenciado. Os mesmos objetivam melhorar a avaliação das empresas que a eles aderem de forma voluntária e estimulam a prática das regras de governança corporativa, além de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (B3, 2019).

De acordo com Lima et al. (2015), o mercado diferenciado divide-se em três níveis sendo eles: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM), onde as regras de transparência são mais rígidas, de forma crescente, ou seja, mais leves no Nível 1, medianas no Nível 2 e muito rigorosas no Novo Mercado. Conforme portal B3, a Bovespa criou ainda em anos posteriores mais dois segmentos especiais o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, mas estes não serão utilizados no presente estudo pois ainda conforme Lima et al. (2015), tais segmentos não integram a carteira de índices de Ações com Governança Corporativa Diferenciada por não ser exigido das empresas participantes as práticas de governança mais aprimoradas.

Com base em Black et al. (2014), a criação dos níveis de Governança Corporativa foi uma resposta para conter a perda de volume de negócios para outros mercados, pois acreditava-se que esta era relacionada a fraca proteção dos acionistas. Segundo os autores, isso provocou um aumento na oferta e uma estabilização no número de empresas listadas na bolsa de valores.

Conforme o portal da B3, as empresas no Nível 1 de GC precisam utilizar práticas que favoreçam a transparência e informações acessíveis aos investidores e manter 25 por cento das

ações em circulação no mercado. Já no Nível 2, cumpre as regras do Nível 1 com práticas adicionais de GC onde os sócios possuem ações preferenciais que só darão direito a voto em situações críticas como fusões e incorporações. No Novo Mercado, todas as ações são ordinárias (todos acionistas possuem direito a voto), e o mesmo conduz as empresas ao mais elevado nível de Governança Corporativa.

Até a data de 18 de junho de 2018, segundo o portal da B3, existiam 206 empresas listadas nos segmentos da bolsa, sendo 142 listadas no Novo Mercado, 20 no Nível 2 e 27 no Nível 1, e 17 no Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO INSTRUMENTO DE VANTAGEM COMPETITIVA: ESTUDOS CORRELATOS

O IBGC deixa claro que um dos objetivos da Governança Corporativa é otimizar o valor econômico das empresas gerando longevidade as mesmas, e diante do desafio do mundo globalizado este é um anseio primordial de qualquer organização, ser competitiva e perdurar atuante. Para Vasconcelos e Brito (2004), o conceito de vantagem competitiva está relacionado ao desempenho das empresas e esta pode ser analisada pelos fatores que trazem variação de desempenho. Em concordância, Nu, Antônio e Suzart (2010), defendem a vantagem competitiva pode ser estudada pela eficácia revelada pela empresa na organização de suas atividades usando seus recursos de forma que estes gerem bons resultados que são representados pelos retornos aos seus acionistas.

De acordo com Silva (2016), as empresas que possuem boa lucratividade, estrutura de capital e liquidez são benquistas pelos investidores e tendem a ser mais valorizadas. O autor elenca diversos índices de valor mercado sendo eles:

O Índice Preço/Lucro (IP/L) é um indicador que mensura a confiança do acionista na empresa; Índice Preço/Fluxo de Caixa (IP/FC), é mencionado como indicador de percepção dos riscos; Índice Preço/Ebita (IP/Ebita), é um indicador da capacidade de geração de ganho da organização; Índice Preço/Nopat (IP/Nopat), é um indicador de risco da ação na percepção dos investidores; Índice Valor de Mercado/Valor Patrimonial (IVM/VP), é um indicador que combina o risco da empresa com a capacidade de geração de ganhos (SILVA, 2016).

Para o autor estes índices demonstram como o mercado está julgando o desempenho atual e futuro da empresa e em conjunto com índices de desempenho como o ROA (retorno sobre ativos) e ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido) são utilizados na análise econômica e financeira das organizações.

Na literatura podemos encontrar alguns estudos que pesquisaram a temática da relação entre Governança e Desempenho Econômico das Entidades. Dentre eles, Silveira et al. (2003) verificou a relação estatística entre GC e o Valor das Companhias Abertas Brasileiras, testando três variáveis independentes: a presença de pessoas distintas ocupando, os cargos de diretor executivo e presidente do Conselho de Administração (DE), o tamanho – número de membros – do Conselho de Administração (TOT), o grau de independência do Conselho de Administração (INDEP) relacionando estas variáveis há dois indicadores como variáveis dependentes: o Q de Tobin e Valor da Empresa sobre Ativo Total (FIRMVSAT). Como resultados, os pesquisadores verificaram que a variável DE foi a que apresentou resultados mais relevantes, pois evidenciou que as empresas que têm pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho possuem maior valor no mercado.

Catapan, Colauto e Barros (2013), verificaram o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho econômico financeiro das empresas de capital aberto no período de 2008 a 2009. Para desenvolvimento da pesquisa, utilizaram o índice amplo proposto por Silva e Leal (2005), na mensuração do nível de governança corporativa; e para mensurar o desempenho, foram utilizadas variáveis contábeis ROA (retorno sobre os ativos), o EBITA e o Q de Tobin; como variáveis de controle, foram acrescentadas o tamanho das empresas e a alavancagem. Os resultados desta pesquisa foram contrários à literatura nacional da época, pois não indicaram efeito estatisticamente significativo do Índice de Governança Corporativa sobre todas as variáveis de desempenho. O fato de ter encontrado um resultado divergente com a literatura foi justificado pelos autores pelo motivo de terem utilizado o instrumento de pesquisa proposto por Silva e Leal (2005), para determinar o índice geral de GC abriram assim uma lacuna para estudos posteriores.

Lima et al. (2015), analisaram a relação entre os diferentes níveis de Governança Corporativa das empresas e o aumento do seu valor de mercado, ou seja, verificaram se para níveis maiores de GC haveria melhor desempenho econômico das empresas. Foram aplicadas estatísticas descritivas e análises inferenciais; utilizou-se como variáveis independente os três níveis de governança (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) e como variável dependente a Variação Média Anual do Valor de Mercado da empresa que mensurou o desempenho econômico das organizações. Como resultado, foi possível evidenciar que as empresas listadas nos níveis mais elevados do mercado diferenciado obtiveram melhor desempenho econômico, baseado na variação média do valor de mercado.

Tavares e Penedo (2018), analisaram prática real de governança corporativa das empresas não listadas nos segmentos de governança para verificar se elas se enquadram em algum dos

níveis de Governança da Bolsa por meio de redes neurais e posteriormente verificaram os resultados da relação entre a adesão aos níveis de governança corporativa e o desempenho das empresas. Os resultados evidenciaram uma relação diretamente proporcional entre o nível de prática de governança corporativa e o interesse em realizar a adesão aos segmentos da Bolsa.

No que diz respeito aos resultados dos testes econométricos para a relação entre governança corporativa e desempenho a partir das duas classificações, verificou-se que nenhum resultado apresentou relação positiva e com significância estatística entre pertencimento a um nível de governança corporativa e desempenho.

Considerando que de acordo com a literatura já existente que a Governança Corporativa agregue valor as empresas melhorando seu desempenho econômico financeiro o presente estudo busca verificar ser verdadeira a hipótese de que os níveis diferenciados de governança corporativa exercem impacto positivo sobre a vantagem competitiva das empresas de capital aberto (com ações na B3), e que esta vantagem é maior à medida que as empresas se deslocam para níveis de governança mais altos, e vice-versa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa classifica-se como descritiva, de abordagem quantitativa; e quanto aos procedimentos, bibliográfica e documental, que, segundo Gil (2002), possuem como objetivo central descrever características de uma determinada população ou buscam descobrir associações entre variáveis. Desta forma, pretende-se verificar o impacto dos níveis de Governança Corporativa exercem sobre a vantagem competitiva das empresas de capital aberto listadas na B3.

3.1 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo estudado foi de todas empresas listadas nos níveis de governança Corporativa da B3, conforme dados da ComDinheiro® em dezembro de 2018 existiam 226 empresas não financeiras sendo 134 do NM, 47 do N1 e 45 do N2 por um período de dez anos utilizando o último ano com demonstrações publicadas para trás, no caso 2009 a 2018. Deste universo foram excluídas as empresas que não possuíam dados disponíveis na plataforma por um período igual superior a cinco anos, totalizando uma amostra de 192 empresas sendo 114 pertencentes ao NM, 40 ao N1 e 38 ao N2 pertencentes a 10 setores do mercado. Assim como nos dados primários os secundários foram obtidos por meio da base de dados ComDinheiro® viabilizando a coleta dos dados financeiros e patrimoniais, necessários na construção das variáveis dependentes em conjunto com portal da B3 para extrair o setor econômico de atuação, de cada

uma das empresas da amostra. A proposta de modelo a ser desenvolvido é um modelo Econométrico de regressão de dados em painel.

3.2 VARIÁVEIS DO ESTUDO E MENSURAÇÕES

3.2.1 Variável Dependente

A variável dependente é a vantagem competitiva das empresas, cuja complexidade não permite ser medida diretamente. Assim este estudo adotou cinco *proxies* para vantagem competitiva: ROA (Retorno sobre ativos), ROE (Retorno sobre o patrimônio líquido), LPA (Lucro por ação), IPL (Indicador Preço Lucro), EBITA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

As *proxies* escolhidas se justificam pelo fato das mesmas mensurarem a eficiência na geração de lucro e o retorno para os acionistas, e, como afirma Nu, Antônio e Suzart (2010) a vantagem competitiva pode ser analisada pela eficácia revelada pela empresa em sua operacionalização e revelada nos bons resultados e por consequência os retornos gerados para os investidores.

3.2.1.1 ROE

O ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) é um que índice mensura o quanto os acionistas adquirem de retorno dos recursos investidos na empresa, a fórmula para seu cálculo consiste na relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido médio (ASSAF NETO e LIMA, 2017).

$$ROE = \frac{LL}{PLm}$$

Em concordância com Assaf Neto e Lima (2017), Silva (2016) afirma que o ROE indica o prêmio que os investidores das empresas recebem em relação aos recursos que foram aplicados, uma espécie de recompensa pelo risco do negócio. O autor defende ainda que os índices de retorno revelam a vitalidade da empresa, podendo ser utilizados para prever a saúde financeira das organizações já que essa se degrada pela incapacidade de geração de lucros. Segundo o autor, o ROE é válido como medida de desempenho da empresa, pois envolve três outros índices em sua decomposição: a margem líquida, o giro de ativo e o efeito de alavancagem financeira.

3.2.1.2 ROA

Segundo Santos et al. (2019), é possível utilizar indicadores de desempenho como ferramenta de auxílio na verificação e comparação da evolução das empresas em relação ao mercado. O ROA índice de retorno sobre ativos é, conforme Assaf Neto (2013), um dos mais importantes indicadores de rentabilidade já que este mede a eficiência operacional da empresa em gerar lucros, a partir de seus ativos.

De acordo com Silva (2017), o ROA é um índice que aponta a lucratividade da empresa em relação aos seus investimentos totais e pode ser obtido pela seguinte equação:

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

Este índice já foi utilizado em alguns estudos para analisar o desempenho e valor da empresa em relação a Governança Corporativa (CATAPAN e COLAUTO, 2014; SANTOS et al. 2019; TAVARES e PENEDO, 2018). Conforme Catapan e Colauto (2014), existe uma relação estatística significativa entre Governança corporativa e desempenho econômico baseado no ROA.

3.2.1.3 LPA

Segundo Assaf Neto e Lima (2017), os indicadores de análise de ações buscam avaliar o desempenho da empresa relacionado ao valor de suas ações e são muito úteis para análise dos investidores em geral e funcionam como ferramentas de apoio a tomada de decisões. Dentre estes indicadores tem-se o LPA (lucro por ações) que é segundo os autores o resultado líquido obtido por cada ação em casos de distribuição.

Conforme Santos et al. (2019), o Lucro por ações será a razão entre lucro líquido e o número de ações. O que o autor afirma pode ser fundamentado por Assaf Neto e Lima (2017), já que estes afirmam que o cálculo do LPA pode ser obtido pela expressão:

$$LPA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Número de Ações emitidas}}$$

Em seu estudo, Freire et al. (2010) concluíram que empresas que utilizavam de práticas de GC ofereceram um maior Lucro por Ação aos seus investidores, relacionando de maneira

positiva o LPA e a GC. Tal resultado foi ratificado por Santos et al., (2019) quando estes averiguaram que ocorreram mudanças no LPA com a mudança no nível diferenciado de GC.

3.2.1.4 IP/L

Fundamentado em Assaf Neto e Lima (2017), o Indicador Preço Lucro (IP/L) é formado pelo preço atual da ação dividido pelo lucro por ação deste ativo; ele é utilizado para mensurar a confiança dos investidores na empresa e o quanto os mesmos estão dispostos a pagar pelo lucro da organização. Em geral, um alto IP/L aponta que os investidores esperam um crescimento do lucro no futuro.

3.2.1.5 EBITDA

O EBITDA, do inglês *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, significa Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização, podendo ser usado a sigla no português LAJIDA, que será aqui admitida como variável dependente haja vista de acordo com Macedo et al. (2012) ser este um indicador útil e relevante na avaliação das empresas no que tange a desempenho, já que este está estatisticamente relacionado ao preço das ações.

Estudos como os de Catapan e Colauto (2014), Tavares e Penedo (2018) fizeram uso do indicador EBITDA.

3.2.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes admitidas neste estudo foram os níveis diferenciados de Governança Corporativa: N1 (Nível 1), N2 (Nível 2) e NM (Novo Mercado), inclusos no modelo através de *Dummies* já que não é uma variável numérica.

3.2.3 Variáveis de Controle

Para o aprimoramento da qualidade estatística do modelo forma utilizadas duas variáveis de controle, são elas: O setor de atuação e o tamanho das empresas analisadas. O setor foi incluso no modelo através de *dummies*, indicando que a empresa participa ou não do setor. Foram encontrados, na amostra, dez setores, sendo eles: Setor 1 – Utilidade Pública; Setor 2 – Consumo não-cíclico; Setor 3 – Materiais Básicos; Setor 4 – Bens Industriais; Setor 5 – Comunicações; Setor 6 – Consumo Cíclico; Setor 7 – Petróleo Gás e Bicomcombustíveis; Setor 8 - Saúde; Setor 9 Tecnologia; Setor 10 – Outros. O tamanho da empresa é representado pelo logarítmico natural do Ativo total.

3.2.4 Modelo Econométrico

Segundo Poter e Gujarati (2008), o método econométrico busca utilizar em conjunto a teoria econômica com medições materiais, unidas a teoria e técnica da inferência estatística como uma ponte.

Com intuito de investigar a existência de uma relação significativa entre as variáveis de Governança Corporativa e a vantagem competitiva das empresas listadas na B3, foi elaborado um modelo empírico com as variáveis já mencionadas com base no modelo de Regressão com dados em painel.

Os modelos de regressão com Dados em painel são também chamados de dados empilhados por agruparem uma combinação de séries temporais e de dados em corte transversal, permitindo um acompanhamento, ao decorrer do tempo de um ou um grupo de sujeitos. Os dados em painel podem enriquecer a análise aplicada à medida que permitem combinar séries temporais com dados de corte transversal, provendo mais variabilidade e menos colinearidade. O uso dos Dados em painel oferece uma maior confiabilidade e credibilidade por ter um maior rigor estatístico (POTER e GUJARATI, 2011; DUARTE, LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2007).

De acordo com Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), o modelo geral para dados em painel é representado por:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + e_{it}, \quad (1)$$

onde i indica os diferentes indivíduos e o subscrito t o período de tempo que está sendo analisado. β_0 é o parâmetro de intercepto e β_k o coeficiente angular correspondente à k -ésima modelo.

A forma matricial para o i -ésimo indivíduo será dada por:

$$y_i = \begin{bmatrix} y_{i1} \\ y_{i2} \\ \vdots \\ y_{iT} \end{bmatrix} X_i = \begin{bmatrix} x_{1i1} & x_{2i1} & \dots & x_{ki1} \\ x_{1i2} & x_{2i2} & \dots & x_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ x_{1iT} & x_{2iT} & \dots & x_{kiT} \end{bmatrix} \beta_i = \begin{bmatrix} \beta_{0i1} & \beta_{1i1} & \beta_{2i1} & \dots & \beta_{ki1} \\ \beta_{0i2} & \beta_{1i2} & \beta_{2i2} & \dots & \beta_{ki2} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \beta_{0iT} & \beta_{1iT} & \beta_{2iT} & \dots & \beta_{kiT} \end{bmatrix} e_i = \begin{bmatrix} e_{i1} \\ e_{i2} \\ \vdots \\ e_{iT} \end{bmatrix}$$

na qual Y_i e e_{it} são vetores de dimensão $(T \times 1)$ contendo as T variáveis dependentes e os T erros. X_i refere-se a uma matriz de dimensão $(K \times T)$ com as variáveis explicativas do modelo. O elemento X_{kit} denota a k -ésima variável explicativa para o indivíduo i no instante de tempo t . E β_1 é a matriz dos parâmetros a serem estimados.

Com base em Poter e Gujarati (2008), existem três abordagens comumente utilizadas, as quais: *Pooled OLS (Ordinary Least Squares)* também chamada de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Na abordagem de *Pooled* todas as observações de cada indivíduo são empilhadas, com intercepto e coeficientes angulares da regressão servindo para todas as *cross-sections*, durante todo o período de tempo. O modelo é representado pela seguinte equação:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}X_{1it} + \beta_{2i}X_{2it} + \dots + \beta_{ki}X_{kit} + e_{it} \quad (2)$$

Assim, como no modelo geral, i representa os diferentes indivíduos e o subscrito t o tempo, β_0 é o termo do intercepto, X o valor médio para cada intercepto e β_k o coeficiente angular correspondente à k -ésima modelo e e , o termo de erro.

A abordagem por Efeitos Fixos busca controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo. Para isto, supõe que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas é constante ao longo do tempo. Assim sendo, Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) afirmam que o modelo de efeitos fixos será dado por:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1X_{1it} + \dots + \beta_kX_{kit} + e_{it}. \quad (3)$$

Para a abordagem de efeitos aleatórios, cada indivíduo possui seu próprio intercepto este, porém não varia ao longo do tempo e os parâmetros respostas são constantes para todos os indivíduos em todos os períodos de tempo. A distinção entre os modelos de EF e EA está no tratamento do intercepto. No modelo de Efeitos Aleatórios, o intercepto é formado pelo intercepto do modelo de EF, que capta as diferenças específicas das entidades e por um intercepto populacional (DUARTE, LAMOUNIER e TAKAMATSU, 2007). Partindo desse pressuposto o modelo de efeitos aleatórios pode ser assim representado:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2X_{2it} + \dots + \beta_kX_{kit} + \varepsilon_{it} + e_{it}. \quad (4)$$

As três abordagens foram aplicadas no presente estudo e escolhido o modelo mais adequado para a análise. Para Definição do melhor modelo é aplicado três testes: Teste de Chow, Teste de Breusch-Pagan e Teste de Hausman (POTER e GUJARATI, 2011).

De acordo com Catapan e Colauto (2014) e Silva et al. (2016), o Teste de Chow compara entre o modelo *Pooled* (modelo restrito) e Efeitos Fixos (EF) tendo como hipóteses:

- H_0 : interceptos comuns (Modelo Restrito – *Pooled*);
- H_1 : interceptos diferentes para cada seção cruzada.

Na sequência o Teste de Breusch-Pagan é executado para fazer a comparação entre *Pooled* (modelo restrito) e Efeitos Aleatórios (EA), admitindo como hipóteses:

- H_0 : interceptos comuns (Modelo Restrito – *Pooled*);
- H_1 : interceptos diferentes para cada seção cruzada (Modelo de Efeitos Aleatórios).

Por último o teste de Hausman é utilizado caso os primeiros testes revelem que o modelo de *Pooled* não deva ser utilizado então este teste considera-se que:

- H_0 : a diferença entre os coeficientes não é sistemática (Efeitos Aleatórios);
- H_1 : a diferença entre os coeficientes é sistemática (Efeitos Fixos).

Foi montado um modelo para cada variável dependente com intuito de verificar a influência dos NGC sobre as mesmas, e os dados foram rodados através do software econométrico livre Gretl. As equações formuladas para rodar os dados ficaram da seguinte forma:

Equação 1 - ROE:

$$\text{ROE} = \text{Constante} + \beta_1 * \text{Dummy_N1} + \beta_2 * \text{Dummy_N2} + \beta_3 * \text{Tamanho_Emp} + \beta_4 * \text{Dummy_S1} + \beta_5 * \text{Dummy_S2} + \beta_6 * \text{Dummy_S3} + \beta_7 * \text{Dummy_S4} + \beta_8 * \text{Dummy_S5} + \beta_9 * \text{Dummy_S6} + \beta_{10} * \text{Dummy_S7} + \beta_{11} * \text{Dummy_S8} + \beta_{12} * \text{Dummy_S9}$$

Equação 2 - ROA:

$$\text{ROA} = \text{Constante} + \beta_1 * \text{Dummy_N1} + \beta_2 * \text{Dummy_N2} + \beta_3 * \text{Tamanho_Emp} + \beta_4 * \text{Dummy_S1} + \beta_5 * \text{Dummy_S2} + \beta_6 * \text{Dummy_S3} + \beta_7 * \text{Dummy_S4} + \beta_8 * \text{Dummy_S5} + \beta_9 * \text{Dummy_S6} + \beta_{10} * \text{Dummy_S7} + \beta_{11} * \text{Dummy_S8} + \beta_{12} * \text{Dummy_S9}$$

Equação 3 - LPA:

$$\text{LPA} = \text{Constante} + \beta_1 * \text{Dummy_N1} + \beta_2 * \text{Dummy_N2} + \beta_3 * \text{Tamanho_Emp} + \beta_4 * \text{Dummy_S1} + \beta_5 * \text{Dummy_S2} + \beta_6 * \text{Dummy_S3} + \beta_7 * \text{Dummy_S4} + \beta_8 * \text{Dummy_S5} + \beta_9 * \text{Dummy_S6} + \beta_{10} * \text{Dummy_S7} + \beta_{11} * \text{Dummy_S8} + \beta_{12} * \text{Dummy_S9}$$

Equação 4 - IPL:

$$\text{IPL} = \text{Constante} + \beta_1 * \text{Dummy_N1} + \beta_2 * \text{Dummy_N2} + \beta_3 * \text{Tamanho_Emp} + \beta_4 * \text{Dummy_S1} + \beta_5 * \text{Dummy_S2} + \beta_6 * \text{Dummy_S3} + \beta_7 * \text{Dummy_S4} + \beta_8 * \text{Dummy_S5} + \beta_9 * \text{Dummy_S6} +$$

$$\beta_{10} * Dummy_S7 + \beta_{11} * Dummy_S8 + \beta_{12} * Dummy_S9$$

Equação 5 - EBITDA:

$$EBITDA = \text{Constante} + \beta_1 * Dummy_N1 + \beta_2 * Dummy_N2 + \beta_3 * \text{Tamanho_Emp} + \beta_4 * Dummy_S1 + \beta_5 * Dummy_S2 + \beta_6 * Dummy_S3 + \beta_7 * Dummy_S4 + \beta_8 * Dummy_S5 + \beta_9 * Dummy_S6 + \beta_{10} * Dummy_S7 + \beta_{11} * Dummy_S8 + \beta_{12} * Dummy_S9$$

Onde:

Dummy_ N1 = *Dummy* para Nível 1 de Governança corporativa;

Dummy_ N2 = *Dummy* para Nível 2 de Governança corporativa;

Tamanho_Emp = Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo Total);

Dummy_S1 = *Dummy* para setor de Utilidade Pública;

Dummy_S2 = *Dummy* para setor de Consumo não-cíclico;

Dummy_S3 = *Dummy* para setor de Materiais Básicos;

Dummy_S4 = *Dummy* para setor de Bens Industriais;

Dummy_S5 = *Dummy* para setor de Comunicações;

Dummy_S6 = *Dummy* para setor de Consumo Cíclico;

Dummy_S7 = *Dummy* para setor de Petróleo Gás e Bicombustíveis;

Dummy_S8 = *Dummy* para setor de Saúde;

Dummy_S9 = *Dummy* para setor de Tecnologia.

O nível do Novo mercado será representado pelo intercepto de cada modelo aceito.

4 RESULTADOS

Inicialmente se realizou uma análise descritiva das variáveis Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Retorno sobre ativos (ROA), Lucro por ações (LPA), Indicador preço lucro (IPL) e Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA).

Tabela 1: Estatística Descritiva

Estatística Descritiva das variáveis					
Variável	Observações	Obs. Ausentes	Média	Mediana	Desv. Padrão
ROE	7233	447	16,578	8,8393	670,81
ROA	7233	447	0,3135	2,9094	156,75
LPA	7233	447	-0,1511	0,54599	9,5726
IPL	5100	2580	11,64	9,9196	384,62
Ebitda	6592	1088	1721	431,24	6656,1

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Conforme demonstra a tabela o EBITDA (1721,0) e o LPA (-0,1511) possuem a maior e menor média respectivamente, percebe-se que os valores de média e mediana são discrepantes o que demonstra que a distribuição dos dados não é simétrica, obteve-se um total de 7680 de forma geral, porém com alguns dados ausentes o que justifica o modelo de regressão apresentar-se de forma não balanceado, os dados ausentes mais numerosos foram os do IPL (2580) os demais não chegaram a 14% dos dados estudados.

Posteriormente para verificar se os Níveis de Governança exercem influência sobre a vantagem competitiva das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) foram estimados os três modelos de dados em painel (*Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios) para cada variável dependente (ROE, ROA, LPA, IPL, EBITDA), após isto para evidenciar qual a melhor abordagem e qualidade do modelo adotado, foram aplicados os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman, os quais, segundo Silva, Nardi, Martins, & Barossi Filho (2016), testam a variância entre os indivíduos com intuito de ratificar a aplicabilidade do modelo de painel para os dados da amostra. Foram aplicados os testes de Normalidade, Colinearidade e de Teste de White para a heterocedasticidade. Dado que foi detectado a presença de heterocedasticidade nos modelos convencionais, optou-se por modelos com erros robustos com a finalidade de se corrigir a heterocedasticidade.

Para este estudo os testes executados aceitaram o modelo de *Pooled* para variável IPL e o modelo Efeitos fixos para as demais variáveis dependentes analisadas (ROE, ROA, LPA, EBITDA), conforme mostram as estatísticas da tabela 2.

Tabela 2: Resultados dos testes para escolha da abordagem em painel

Resultados dos testes para escolha da abordagem em painel					
Variável	Teste Chow	Teste LM Breusch-Pagan	Teste Hausman	Observações	Modelo aceito
ROE	F = 1.81564 p-valor = 2,91945e-010	Qui-Quadrado = 3.6629 p-value = 0.05564	Qui-Quadrado = 112,871 p-value = 2,30332e-026	F rejeita H0 BP não rejeita H0 H rejeita H0	Efeitos Fixos
ROA	F = 1,65272 p-valor = 1,3624e-007	Qui-Quadrado = 0.48996 p-value = 0.4839	Qui-Quadrado = 36,2206 p-value = 1,76195e-009	F rejeita H0 BP não rejeita H0 H rejeita H0	Efeitos Fixos
LPA	F = 7,62287 p-valor = 4,73465e-163	Qui-Quadrado = 1910.4 p-value = 0	Qui-Quadrado = 11,9382 p-value = 0,000549959	F rejeita H0 BP rejeita H0 H rejeita H0	Efeitos Fixos

IPL	F = 0,868916	Qui-Quadrado = 0,95106	Qui-Quadrado = 0,00127177	F não rejeita H0	
	p-valor = 0,880603	p-valor = 0,7578	p-valor = 0,971552	BP não rejeita H0	<i>Pooled</i>
				H não rejeita H0	
EBITDA	F = 89,8379	Qui-Quadrado = 54514	Qui-Quadrado = 34,0628	F rejeita H0	
	p-valor = 0	p-valor = 0	p-valor = 5,33607e-009	BP rejeita H0	Efeito Fixo
				H rejeita H0	

Fonte: Dados da pesquisa (2019)

Diante os modelos aprovados pelos testes, foi verificado que o ROE não apresentou nenhuma relação com as variáveis independentes do estudo apesar de possuir um coeficiente positivo não teve significância, conforme demonstra a tabela 3:

Tabela 3: Modelo Efeitos Fixos ROE

Efeitos Fixos ROE				
	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor
Const	1832,9	1332,79	1,375	0,1707
Tamanho_Emp	-211,476	155,179	-1,363	0,1746

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

R-quadrado LSDV 0,051005 Dentro de R-quadrado 0,021267

Este resultado confirma pesquisas anteriores já que o ROE em estudos correlatos como de Catapan e Colauto (2014), Tavares, Penedo (2018) não foi influenciado pela a Governança Corporativa com significância estatística.

Conforme as tabelas 4 e 5, no que tange ao que o IPL e LPA, percebeu-se que as mesmas apresentaram uma relação negativa com uma das variáveis independentes do estudo (Novo Mercado, que é representada pelo intercepto – Const.), com significância estatística a 5%, para o IPL, e a 10%, para o LPA. No que tange as variáveis de controle o modelo revela uma relação do tamanho com NGC e do setor 9 (Setor de tecnologia) com significância também a 5%.

Tabela 4: Modelo *Pooled* IPL

<i>Pooled</i> do IPL				
	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor
Const	-22,5569	10,4051	-2,168	0,0315 **
Dummy_N1	6,03967	15,6768	0,3853	0,7005
Dummy_N2	25,0113	19,9471	1,254	0,2116
Tamanho_Emp	5,00631	2,45233	2,041	0,0427 **
Dummy_S1	-22,2020	21,1060	-1,052	0,2943
Dummy_S2	-13,3845	12,7879	-1,047	0,2967

Dummy_S3	-17,4944	21,4046	-0,8173	0,4149
Dummy_S4	-3,90486	11,2566	-0,3469	0,7291
Dummy_S5	-25,2592	23,4132	-1,079	0,2822
Dummy_S6	-18,3779	14,6666	-1,253	0,2119
Dummy_S7	-22,8956	17,9894	-1,273	0,2048
Dummy_S8	23,4845	19,9262	1,179	0,2402
Dummy_S9	17,587	7,78816	2,258	0,0252 **

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

R-quadrado 0,001341 R-quadrado ajustado -0,001014

Tabela 5: Modelo Fixo LPA

Efeitos Fixos LPA					
	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor	
Const	-13,3027	7,04384	-1,889	0,0605	* *
Tamanho_Emp	1,53126	0,820121	1,867	0,0634	* *

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

R-quadrado LSDV 0,188594 Dentro de R-quadrado 0,006500

O IPL foi incluso no estudo, pois, segundo Assaf Neto e Lima (2017), o mesmo é usado para medir a confiança dos investidores na empresa e o quanto os mesmos estão dispostos a pagar pelo lucro da organização com a hipótese de que ele estaria relacionado positivamente aos Níveis de GC e representaria a vantagem competitiva no que tange ao retorno para os sócios, porém não confirmada pelo modelo. Até o atual momento, não foi encontrado pesquisas que incluíssem o IPL como variável dependente, apesar de mencionado por Caldas (2015) como sendo um indicador de análise de ações, então veda-se a possibilidade de comparar o achado. É importante destacar também que foi o IPL que apresentou o maior número de observações ausentes na amostra.

O achado da relação negativa entre NGC e LPA diverge de outros achados empíricos, pois os estudos de Freire et al. (2010) e Santos et al. (2019) confirmaram haver mudanças no LPA de uma empresa com nível de governança superior a outra, bem como existir uma relação positiva entre NGC e LPA.

As tabelas 6 e 7 resumem o modelo de erros robustos para as variáveis dependentes ROA e EBITDA, respectivamente. Constatou-se que a variável independente Novo Mercado (cujo efeito é verificado no intercepto – const) obteve coeficientes das regressões negativos em relação às variáveis dependentes ROA e EBITDA, assim como IPL e LPA; porém, no modelo com a variável dependente ROA, não apresentou significância estatística; em relação ao modelo do EBITDA, apresentou significância estatística e foi o modelo que apresentou o melhor R quadrado (0,828954) tornando-se assim o modelo mais representativo dentre os demais

testados. A variável de controle tamanho também apresentou relação com NGC com significância estatística a 1% no modelo EBTIDA.

Tabela 6: Modelo Efeitos Fixos ROA

Efeitos Fixos ROA				
	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor
Const	-283,700	453,324	-0,6258	0,5322
Tamanho_Emp	33,068	52,7810	0,6265	0,5317

Fonte: Dados da pesquisa (2019).
R-quadrado LSDV 0,047866 Dentro de R-quadrado 0,009605

Tabela 7: Modelo Efeitos Fixos EBITDA

Efeitos Fixos Ebitda				
	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-valor
Const	-4380,12	1020,36	-4,293	2,80e-05 ***
Tamanho_Emp	706,015	118,074	5,979	1,08e-08 ***

Fonte: Dados da pesquisa (2019).
R-quadrado LSDV 0,828954 Dentro de R-quadrado 0,010487

Estudos correlatos, como o de Tavares e Penedo (2018) e Catapan e Colauto (2014), trouxeram resultados semelhantes, pois Tavares e Penedo utilizando a classificação da B3 dos NGC relacionados as variáveis ROA, ROE e EBITDA/AT não identificou nenhum resultado significativamente estatístico, entretanto, para essa variável, com os dados da classificação da rede neural que o pesquisa abordou, os resultados foram negativos e estatisticamente significativos para o ROA, o ROE e o EBITDA/AT. Já Catapan e Colauto (2014), constataram que nenhuma das variáveis de desempenho por eles utilizadas (ROA, EBITDA e Q de Tobin) sofreram efeito estatisticamente significativo quando relacionado ao Índice de Governança Corporativa. Percebe-se, assim, que os resultados aqui encontrados corroboram com as pesquisas anteriores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou investigar se os níveis de Governança Corporativa (com classificação N1, N2 e NM) exercem influência sobre a vantagem competitiva das empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira (B3) nos anos de 2009 a 2018. Para tal, foram selecionadas as empresas participantes de algum Nível de GC da B3 segregadas por setor de atuação. Considerando que

Vantagem Competitiva é uma variável não diretamente observável, os seguintes índices foram utilizados como *proxies* para a mesma, a saber: ROE, ROA, LPA, IPL e EBITDA. Posteriormente foi feita a análise para verificar a relação entre as variáveis.

A análise descritiva mostrou valores discrepantes entre a média e mediana das variáveis revelando assim uma distribuição não simétrica dos dados. Da amostra definida (192 empresas), a maioria das empresas está listada no nível de GC Novo Mercado (114). Com base nas Regressões de dados em Painel, verificou-se que a 5% (cinco por cento) de significância para o IPL a 10% para o LPA e a 1% para EBITDA, estas variáveis estão negativamente relacionadas com o Nível de Novo Mercado, e as variáveis ROA e ROE não obteve nenhuma relação estatisticamente comprovada com as variáveis estudadas. A variável de controle tamanho para os modelos do IPL, LPA e EBITDA apresentou uma relação positiva em relação ao NGC Novo Mercado com significância estatística, apontando assim que quanto maior o Nível de Governança maior o tamanho da empresa. No que diz respeito aos setores apenas no modelo do IPL o setor de tecnologia mostrou uma relação significativa com NGC.

Para os modelos estimados com base nas equações 1, 2, 3, 4, 5 é possível afirmar pelos resultados que não existe influência estatisticamente relevante e positiva dos Níveis de Governança Corporativa sobre a Vantagem Competitiva das empresas nos anos de 2009 a 2018. Os achados de uma relação estatística negativa entre o NGC com as variáveis estudadas alinham-se com os achados de Penedo e Tavares (2018), pois, quando aplicado o modelo de redes neurais, as variáveis ROA e ROE também se mostraram negativamente relacionadas aos níveis de governança corporativa. Como contribuição, o estudo buscou relacionar a Governança Corporativa a Vantagem Competitiva e não somente o desempenho econômico, acrescentando um maior número de indicadores e um maior tempo de análise, bem como separando as empresas pelos níveis de GC de acordo com a B3.

Este artigo não teve como intenção esgotar a temática estudada. Assim sendo, sugere-se acrescentar a estudos futuros as empresas não listadas em nenhum dos Níveis de GC, bem como replicar a pesquisa a um único setor de mercado.

REFERÊNCIAS

ABRASCA, Associação Brasileira das Companhias Abertas. **Governança Corporativa**. A Visão da ABRASCA. 2019. Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br/Abrasca/Visao-ABRASCA>>. Acesso em: 08 jul. 2019.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a Controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 1, n. 1, 2008.

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

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de Administração Financeira**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

B3, Brasil Bolsa Balcão. **Segmentos de listagem**. 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em 05 jul. 2019.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, n. (12), p. 176–195. 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>>. Acesso em 05 jul. 2019.

CALDAS, Á. J. R. Governança corporativa e desempenho superior e persistente das empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2015. 232f. Dissertação [Mestrado em Administração e Controladoria]. Universidade Federal do Ceará. Fortaleza, 2015.

CASA, E. F. et al. **A Aplicabilidade da Governança Corporativa na geração de valor às empresas**. In: Congresso Virtual Brasileiro de Administração. São Paulo: 2009.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa : uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137–164, 2014. <[https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)71268-9](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/S0186-1042(14)71268-9)>. Acesso em 05 jul. 2019.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16–30, 2013. Disponível em: <<https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/467>>. Acesso em 05 jul. 2019.

CPC, Comitê de pronunciamentos contábeis. **ABRASCA**. 2019. Disponível em: <<http://cpc.org.br/abrasca.htm>>. Acesso em 15 nov. 2019.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. **Modelos econométricos para dados em painel**: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. *In*: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 7º - Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. São Paulo, 2007.

FREIRE, D. et al. Corporate governance and the financial crisis: a study on the. **Recont**, v. 1, p. 28–47, 2010.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. McGraw-Hill Education. 2008.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **O que é governança corporativa?** 2019. Disponível em <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>.

LIMA, S. H. O. et al. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BMF&BOVESPA. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187–204, 2010. Disponível em: <<https://doi.org/10.5700/rege558>>. Acesso em 05 jul. 2019.

MACEDO, M. A. S. et al. Análise da relevância do Ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, p. 99–130, 2012. Disponível em: <<https://doi.org/10.14392/asaa/2012050105>>. Acesso em 05 jul. 2019.

MARTINS, S. M. et al. Governança corporativa: teoria e prática. E-Gesta. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 1, n. 3, p. 76–90, 2005. Disponível em: <<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/45.pdf>>. Acesso em 05 jul. 2019.

NU, M.; ANTONIO, J.; SUZART, S. **Vantagem competitiva**: um estudo sobre os retornos dos bancos peruanos à luz da Visão Baseada em Recursos. 2010.

SANTOS, L. M. S. et al. Differentiated levels of corporate governance: impact on market value and economic and financial performance of enterprises. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, v. 17, n. 2, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.5935/2177-4153.20190013>>. Acesso em 05 jul. 2019.

SILVA, A. A. A. **Práticas de governança corporativa e o impacto no desempenho organizacional em empresas da BM&FBOVESPA**. 2016. 90p. Dissertação [Mestrado em Administração]. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal, 2016.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 13 ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os Níveis de Governança Corporativa da BMF&Bovespa Aumentam a Liquidez das Ações?. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.

SILVEIRA, A. D. M., BARROS, L. A. B. C., FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50–64, 2003. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>>. Acesso em 05 jul. 2019.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de Governança Corporativa da B3: Interesse e Desempenho das Empresas – uma Análise por meio de Redes Neurais Artificiais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 1, p. 40–62, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a3>. Acesso em 05 jul. 2019.

VASCONCELOS, F. C.; BRITO, L. A. L. Vantagem competitiva: o construto e a métrica. **Revista de Administração de Empresas**, v. 44, n. 2, p. 51–63, 2004. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/s0034-75902004000200006>>. Acesso em 05 jul. 2019.