

Rentabilidade no novo mercado de governança corporativa da B3: Estudo com Empresas do Setor de Construção Civil

Tito Lívio de Souza Moura

Bacharel em Ciências Contábeis UFRSA

Endereço: Rua Francisco Mota Bairro, 572, Mossoró - RN, 59625-900

ORCID : <https://orcid.org/0009-0001-3413-8652>

E-mail: gdoptito@hotmail.com

Alexandro Gonçalves da Silva Prado

Doutor em Economia (UFPB)

Endereço: Rua Francisco Mota Bairro, 572 - RN, 59625-900, CCSAH UFRSA

Telefone: (84) 3317-8560 (Ramal: 1346)

ORCID : <https://orcid.org/0000-0002-7072-3621>

E-mail: alexandro.prado@ufersa.edu.br

Maria Auxiliadora de Oliveira Moraes

Mestra em contabilidade pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)

Rodovia BR-405, S/n - Arizona, Pau dos Ferros - RN, 59900-000

ORCID : <https://orcid.org/0000-0001-8861-8603>

E-mail: auxiliadora.o.morais@gmail.com

RESUMO

A governança corporativa surgiu com o objetivo de mitigar conflitos de agência nas empresas e, como benefício adicional, aumentar o valor de mercado para as que a praticam em níveis elevados. Estudos realizados no Brasil e no mundo têm demonstrado que empresas que adotam boas práticas de governança têm um desempenho econômico superior em comparação com aquelas que não as adotam. O presente estudo se propõe a analisar qual o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil depois da inserção no Novo Mercado de Governança Corporativa da B3, a pesquisa foi realizada observando os índices de rentabilidade seguintes: retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre o investimento (ROI). Foi aplicado o teste de média para amostra não paramétrico de *Wilcoxon*, com o objetivo de observar se existem diferenças entre os indicadores de rentabilidade calculados antes e após a adoção das novas práticas de governança corporativa. Os resultados encontrados indicam que após a adesão, as empresas apresentam maiores índices de retorno.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Desempenho. Construção Civil.

ABSTRACT

Corporate governance emerged with the goal of mitigating agency conflicts in companies and, as an additional benefit, increasing market value for those that practice it at high levels. Studies conducted in Brazil and around the world have demonstrated that companies that adopt good governance practices have superior economic performance compared to those that do not adopt. The present study aims to analyze the impact on the profitability of

companies in the construction sector after joining the Novo Mercado of Corporate Governance of B3. The research was carried out by observing the following profitability indicators: return on assets (ROA), return on equity (ROE), and return on investment (ROI). The Wilcoxon non-parametric mean test was applied with the aim of observing if there are differences between the profitability indicators calculated before and after the adoption of new corporate governance practices. The results found indicate that after adherence, companies present higher return rates.

Keywords: Corporate Governance. Performance. Construction Sector.

1. INTRODUÇÃO

Em um cenário de mercados cada vez mais competitivos é notório o aumento das exigências por modelos de gestões mais transparentes, e que para fortalecer os laços de confiança com os investidores é primordial a prática de governanças corporativa pautadas na justiça e verdade (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). A B3 enxergando essa conjuntura lançou no ano 2000 o Novo Mercado de Governança Corporativa.

Governança corporativa está relacionada ao conjunto de procedimentos que visam garantir os direitos dos acionistas da entidade, como também viabiliza as informações que permitem os investidores acompanhar as decisões da empresa. Trata-se de justiça, de estar pautada pela transparência das transações, a fim de, evitar conflitos de interesses entre a gestão e os acionistas, ou seja, é a busca da garantia que seus investidores terão retorno dos seus investimentos (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

O B3 instiga as empresas praticarem uma melhor Governança Corporativa, e conforme ao grau de adesão, nessas rotinas, ela classifica a empresa em três níveis diferentes, que são: nível 1, nível 2 e Novo Mercado. Entre os três, o Novo Mercado é o mais elevado grau de exigência das práticas de Governança Corporativa. Esse segmento conduz na utilização de um conjunto de regras que aumentam os direitos dos acionistas (B3, 2017).

O setor de construção civil é essencial para o desenvolvimento de um país, tendo em vista o seu grau de importância na infraestrutura, além de “promover a integração da cadeia produtiva da construção” (CBIC, 2017). Segundo a Câmara Brasileira da Indústria da Construção, estima-se que 7,078 milhões de pessoas estejam ocupadas na construção civil, no mês de dezembro de 2016 (CBIC, 2016).

Com o objetivo de captar mais recursos financeiros e diminuir o grau de risco, muitas empresas estão optando por aderirem as melhores práticas de Governança Corporativa, assim ofertando mais segurança e confiabilidade de suas ações, e o algumas empresas do setor de construção civil vem acompanhando essa tendência. A adoção por níveis de Governança Corporativa mais elevada possibilita maiores benefícios para entidade e também para os acionistas, ou seja, obtendo maior acesso ao capital, diminuindo os custos de obtenção e gerando maior segurança para os investidores (SERAFIM, 2011).

A adesão das empresas no Novo Mercado é voluntária, e trazem consigo mais responsabilidades e por consequências mais custos. Para o IBGC as práticas de governança corporativa têm a finalidade de “preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBCG, 2017).

Com o objetivo de captar mais recursos financeiros e diminuir o grau de risco, muitas empresas estão optando por aderirem as melhores práticas de Governança Corporativa, assim ofertando mais a fim de obter maiores recursos financeiros e um grau de risco aceitável, algumas empresas decidem por adotar melhores práticas de governança corporativa, oferecendo maior confiabilidade de suas ações. O ingresso dessas empresas em níveis diferenciados de governança corporativa proporciona benefícios tanto para as empresas como para os acionistas, ou seja, a empresa terá um maior acesso ao capital, minimizando os custos de sua obtenção e proporcionará maior segurança para os investidores elevando-se o grau de atratividade das ações (SERAFIM, 2011).

Uma forma de verificar se a adesão ao Novo Mercado está direcionando as empresas a tornarem-se mais eficientes, transparentes, competitivas e melhoraram seu desempenho financeiro é a análise dos índices de rentabilidade e a comparação entre os mesmos antes e depois da adesão.

Diante do exposto, segue a problemática desse estudo: Qual o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil depois da inserção no Novo Mercado de Governança Corporativa da B3?

Portanto, o objetivo deste estudo é analisar o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil que aderiram ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3 no ano de 2007. A pesquisa foi realizada observando os índices de rentabilidade seguintes: retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno dos investidores (ROI).

Os objetivos específicos são: identificar as empresas de construção civil que aderiram ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3; comparar os índices de rentabilidade antes e depois da participação ao Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa; e inferir sobre o impacto da adesão ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3.

Esse trabalho se justifica, pois trará base empírica para as empresas que estão considerando a adesão ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3. Além de ampliar a discussão sobre Novo Mercado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança corporativa

A governança corporativa tem sido objeto de considerável atenção nas últimas décadas, resultando em recomendações de códigos de conduta, modelos conceituais e estudos empíricos. Com base em uma revisão da literatura, este estudo define governança corporativa como a estrutura e os processos que governam as relações entre o conselho de administração, os acionistas, a alta administração e outras partes interessadas. Isso envolve os papéis do processo de administração e liderança estratégica, com o objetivo de garantir a responsabilidade e melhorar o desempenho. (Ho, 2005).

A adoção de boas práticas de governança corporativa é um padrão essencial para estabelecer um ambiente de investimento favorável, necessário para que empresas competitivas possam alcançar uma posição forte em mercados financeiros eficientes. Além disso, a boa governança corporativa é fundamental para economias com um amplo histórico de negócios e promove o sucesso do empreendedorismo (Khan, 2015).

De acordo com o IBGC (2009), a entidade responsável pela Governança Corporativa no Brasil, esse conceito refere-se a um sistema que direciona, monitora e incentiva as organizações, englobando práticas e relacionamentos entre proprietários. A Governança Corporativa é, portanto, um instrumento de gestão que aprimora as relações entre os envolvidos e o desempenho das organizações, com base em seus princípios e práticas. Em resposta a isso, os investidores começaram a exigir a implementação de mecanismos que protejam seus interesses e restabeleçam sua confiança nas informações geradas pelas empresas.

Nascimento, Bianchi e Terra (2007) afirmam que a prática da governança corporativa baseia-se nos princípios de transparência, independência e prestação de contas, como meio de atrair novos investimentos, apresentando um fortalecimento do mercado acionário à medida que consegue reduzir os potenciais conflitos de interesses existentes entre os acionistas majoritários e os minoritários, entre os proprietários e os administradores enfatizando a separação entre propriedade e gestão, assim como, os demais agentes presentes na entidade, visando a maximização do valor da organização e um maior retorno para os acionistas e proprietários.

Alguns problemas podem ocorrer em consequência da relação entre acionistas e administradores prejudicando os resultados da governança corporativa. O primeiro e o mais comum problema referem-se a falta de empenho por parte dos gestores para tomar decisões em favor dos interesses dos acionistas. Segundo Jensen e Meckling (1976), é comum acreditar que os administradores nem sempre agirão a favor dos melhores interesses dos acionistas. Os acionistas e administradores podem ter preferências de risco diferenciadas. Os acionistas são capazes de diversificar seus investimentos e com isto minimizar seus riscos. Os administradores, por outro lado, não podem trocar de emprego tão facilmente, tornando-os mais avessos a projetos de maior risco o que pode não ir de encontro aos melhores interesses dos acionistas. Administradores também podem não cumprir com seus deveres e também manipular os resultados operacionais para obter bônus provenientes de metas alcançadas.

Almeida et al. (2010) afirma que as práticas de Governança Corporativa influenciam de forma positiva o retorno sobre os ativos da empresa, sugerindo que as empresas com melhores práticas tendem a apresentar melhores desempenhos. Vilhena e Camargos (2015) corroboram e ressaltam que ao adotarem as práticas de governança corporativa, as empresas objetivam melhorar seu desempenho econômico-financeiro e sua imagem corporativa no mercado aumentando o potencial de valorização de suas ações, através de uma maior transparência de informações no mercado, reduzindo divergências entre os proprietários e os gestores.

No Brasil, com o intuito de estimular e ao mesmo tempo, proporcionar maior interesse dos investidores nas organizações, a B3 criou em 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa como apresenta, sendo eles, o nível 1 possuindo o menor grau, Nível 2 e Novo Mercado possuindo o maior grau. De acordo com tais níveis, é possível classificar as companhias de acordo com o número de obrigações cumpridas adicionalmente à legislação brasileira, apresentando uma possível sinalização para o mercado (ALMEIDA, SCALZER & COSTA, 2008).

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) ressaltam que a BOVESPA lançou o novo mercado e os diferenciados níveis de governança corporativa, apresentados no quadro a seguir, com os objetivos principais de diminuir o custo de agência, ou seja, a assimetria informacional entre

investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem às novas regras. Maior transparência atrairia mais investidores, o que aumentaria o volume de transações, com expectativa de melhores preços de ações das entidades que aderissem, com consequência de maior retorno sobre o patrimônio líquido e a redução dos custos de captação a longo prazo.

Tabela 1

Regras dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Ações Emitidas	Existência de ações ON e PN, conforme legislação	Existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Existência somente de ações ON
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>		
Distribuição Pública de Ações	Esforços de dispersão acionária		
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros, conforme legislação, com mandato unificado de até 2 anos.	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos,	
Obrigações do conselho de administração	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	
Demonstrações Financeiras	Conforme Legislação	Traduzidas para o inglês	
Concessão de <i>tag alone</i>	80% para ações ON, conforme legislação	100% para ações ON e PN	100% para ações ON
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Obrigatório	

*ON e PN referem-se às ações nominais e preferenciais nominativas, respectivamente.

Fonte: Resumo do que dispõe a BM&FBOVESPA (2016)

2.2 Índices de rentabilidade

Segundo Matarazzo (2010) índices são as relações entre contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica, patrimonial ou financeira de uma entidade. Através desses índices financeiros é feita uma análise e interpretação para obter uma informação útil para tomada de decisão e posteriormente ser utilizada para comparar o desempenho e a situação de uma empresa com outras empresas, ou consigo mesma ao longo do tempo (GITMAN, 2008). Uma forma de verificar esse desempenho econômico é através da análise dos índices rentabilidade das organizações.

Os índices de rentabilidade representam o quanto a empresa lucrou de forma bruta, antes das despesas financeiras e impostos e de forma líquida ao investir em determinado negócio. Para Reis (2009) os índices de rentabilidade mensuram e representam a capacidade de produzir lucro de todo o capital investido nos negócios, podendo ser próprio ou de terceiros. De acordo com Assaf Neto (2010) os indicadores do valor econômico sinalizam se as estratégias de obtenção de lucro adotadas pela empresa agregaram valor, reforçando a viabilidade econômica e a continuidade da entidade. Com os índices de rentabilidade, em especial as taxas de retorno, pode-se avaliar o desempenho global de uma empresa. Este estudo é uma forma de conhecer o retorno sobre o investimento total, o retorno sobre as

vendas e o capital próprio, ou seja, a avaliação não apenas da produtividade, mas também de desempenho e lucratividade do negócio.

Os dados para as análises são obtidos dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultados das empresas, realizando uma relação básica entre eles. Ressalta-se que as notas explicativas também podem apresentar dados interessantes para a interpretação dos índices obtidos principalmente quando a entidade não divulga, de maneira segregada, as despesas das receitas financeiras. Os índices de rentabilidade utilizados neste estudo são retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno dos investimentos (ROI).

2.2.1 Retorno do ativo (ROA)

Segundo Matarazzo (2003) é possível verificar o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu ativo com a análise do índice de retorno do ativo, descrevendo-o como uma medida do potencial de geração de lucro por parte da empresa. Para Assaf Neto (2008), calcular o ROA representa uma taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. O índice encontrado indica o retorno gerado para cada R\$ 1,00 investido pela entidade.

Ross, Westerfield e Jordan (2013) afirmam que o retorno sobre o ativo é uma medida do lucro real em ativos, podendo o cálculo do índice ser definido de diversas maneiras, mas a mais comum é dividindo o lucro líquido antes da dedução de despesas não recorrentes, despesas pré-operacionais ou de reestruturação organizacional (após a dedução de juros e impostos, mas sem considerar despesas que não se repetirão em exercícios futuros) pelo ativo total, e quanto maior o resultado do índice, melhor, pois indica a eficiência da empresa na geração de lucros. Logo, o ROA pode ser calculado com equação 1:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \quad (1)$$

2.2.2 Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)

De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2013) o retorno sobre o Patrimônio Líquido é uma medida de desempenho da entidade usada pelos acionistas para avaliar se seus investimentos continuam rentáveis. Por ser o ROE um indicador do retorno do capital próprio aplicado na empresa, os acionistas estão entre os maiores interessados no desempenho desse índice, pois se trata da avaliação dos próprios investimentos que os mesmos fizeram, e o interesse sempre é que seja superior a outras alternativas de aplicação de recursos, necessitando realizar frequentemente comparações desse índice com taxas de rendimento de outros tipos de investimentos como poupança, CDBs, ações de outras empresas, fundos de investimentos, dentre outros.

Matarazzo (2008) cita que o principal objetivo de calcular esse índice é o de verificar qual foi a taxa de rendimento do patrimônio líquido da empresa. O índice indica o quanto a empresa gerou de lucro para cada R\$ 1,00 de recursos próprios investidos, ou seja, é uma forma de mensurar a capacidade da entidade em agregar valor a si mesma com a utilização de capital próprio. Quanto maior o resultado desse índice, melhor, pois maior será a relação entre lucro e o capital próprio investido. A forma de cálculo é dividindo o lucro líquido pelo patrimônio líquido. Conforme fórmula 2.

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (2)$$

2.2.3 Retorno sobre o investimento (ROI)

O índice de retorno sobre os investimentos (ROI) torna possível relacionar o lucro operacional com os investimentos da empresa, e informar aos seus financiadores a taxa de retorno obtida pela empresa, tanto para capital próprio, como para capital de terceiros. Segundo Assaf Neto (2010), o ROI pode ser utilizado alternativamente ao ROA para avaliação do retorno dos recursos aplicados pelos credores e acionistas na empresa. A rentabilidade é medida em função dos investimentos encontrados no ativo não circulante. As fontes de financiamento do Ativo podem ser pelo patrimônio líquido representado pelo capital próprio e pelos passivos representados pelo capital de terceiros. A administração adequada de seus ativos proporciona um provável maior retorno da empresa (MARION, 2007).

O índice de retorno sobre investimento é considerado por muitos analistas como a melhor medida de eficiência operacional e de fácil interpretação, pois faz uma relação entre o lucro operacional com o valor médio dos investimentos, com o objetivo de expressar o quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de investimento. Quanto maior o ROI maior o retorno obtido (ASSAF NETO, 2010).

O índice desperta interesse dos investidores devido à sua capacidade de utilizar uma combinação de fatores de lucratividade, que incluem receitas, custos e investimentos. Com isso, é possível comparar essa taxa com os retornos de outros investimentos, tanto dentro quanto fora da empresa. Essa abordagem ampla fornece uma visão mais completa da saúde financeira de uma organização e ajuda a identificar oportunidades de investimento. Segundo Kassai et al. (2000) a expressão mais simples de retorno de investimento é a taxa apurada a partir dos dados da contabilidade. O ROI é apurado basicamente pela divisão do lucro operacional (antes do imposto de renda) pelo investimento médio (ativo total – passivo de funcionamento). O passivo de funcionamento engloba aqueles recursos que não são efetivamente investidos na empresa como salários, encargos sociais, fornecedores, dividendos, impostos, dentre outros. Para calcular o ROI, usa-se a equação 3.

$$ROI = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Investimento}} \quad (3)$$

2.3 Estudos relacionados

Existem vários estudos que já foram conduzidos para avaliar o desempenho econômico das empresas, especialmente aquelas que adotam práticas de Governança Corporativa, usando índices financeiros. A Governança Corporativa é uma ferramenta que surgiu para aumentar a transparência e a confiabilidade das informações financeiras fornecidas pelas empresas.

Em termos nacionais, é possível citar o estudo realizado por Tavares Filho (2006), que teve como objetivo analisar o impacto da adesão aos três níveis de governança corporativa da BOVESPA (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) no desempenho financeiro das empresas brasileiras, medido por indicadores como Retorno do Ativo (ROA) e Retorno do Patrimônio Líquido (ROE), bem como na valorização das empresas. A amostra do estudo foi composta por

22 empresas, e os resultados indicaram que a adesão aos níveis de governança corporativa teve um impacto positivo e significativo na rentabilidade e no valor dessas empresas. O autor destaca que a análise conjunta revelou um aumento nessas variáveis, e que a análise individual mostrou um aumento em algumas empresas e nenhuma redução nas demais.

Rocha (2009) fez uma análise da rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido de empresas do setor de energia elétrica e que fazem parte do segmento de Governança Corporativa da B3. Como resultado do estudo verificou que a rentabilidade e a evolução do Patrimônio Líquido dessas empresas foram satisfatórias, ou seja, compatíveis com as expectativas de retorno para as empresas que adotam as boas práticas de Governança.

Marques (2011) analisou o impacto da adoção de práticas de governança corporativa na rentabilidade e na avaliação de mercado de empresas brasileiras de capital aberto no período de 2007 a 2010. O autor testou o impacto da listagem das ações do segmento Novo Mercado da B3. Os resultados indicaram primeiramente que a listagem no Novo Mercado não traz ganhos automáticos para as empresas, indicaram também que quanto mais relevante a participação de ações ordinárias no capital e quanto maior o percentual de membros independentes no conselho de administração maiores são os impactos positivos para a companhia, como exemplo, uma melhor avaliação de mercado das companhias, por último o autor observou que a presença do CEO no conselho de administração traz impacto negativo para a avaliação das companhias.

Catapan, Colauto e Barros (2013) verificaram o efeito da governança corporativa sobre variáveis de desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras de capital aberto para o período de 2008, 2009 e 2010. Para mensuração do desempenho foram selecionadas como variáveis contábeis o Retorno sobre os Ativos (ROA), o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA) e uma variável de mercado representada pelo Q de Tobin. Adicionalmente, como variáveis de controle, foram incluídas as variáveis alavancagem e tamanho. Os resultados indicaram que, estatisticamente, não é significativo o efeito do índice de governança corporativa sobre todas as variáveis de desempenho.

Barros, Soares e Lima (2013) realizaram uma revisão bibliográfica em pesquisas internacionais e nacionais que examinaram a associação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados, utilizando índices amplos de governança como fator explicativo para o nível de gerenciamento de resultados contábeis. Da revisão de literatura nacional, os autores observaram que, são utilizados como proxy de governança corporativa os níveis diferenciados de governança corporativa da B3 e não índices amplos de governança corporativa.

Por último e servindo de base para o trabalho proposto, Knapp e Velho (2015) investigaram se a adesão às melhores práticas de boa Governança Corporativa tem influência positiva no retorno sobre os ativos de uma entidade por meio dos índices de retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno dos investimentos (ROI). Os dados utilizados para o cálculo dos índices foram retirados das demonstrações contábeis das empresas que ingressaram no segmento Novo Mercado nos anos de 2010, 2011 e 2012, disponíveis no site da B3 e das respectivas companhias. Os resultados encontrados apontam que os fatores representados pelos índices de rentabilidade para a Governança Corporativa são importantes, mas não determinantes na rentabilidade das empresas no período analisado.

Em relação a literatura internacionais pode-se destacar o trabalho de Mulyadi e Anwar (2012) estudaram a relação da governança corporativa com a divulgação da responsabilidade social corporativa. A pesquisa mostrou que a independência do conselho e a propriedade institucional não influenciam a divulgação corporativa da responsabilidade social corporativa, enquanto a lucratividade é influente e significativa em 1%.

DAI et al. (2016) examinaram a influência dos sistemas de governança corporativa na capacidade dos *insiders* de lucrar com sua vantagem de informações e as formas pelas quais os sistemas de governança corporativa influenciam essa capacidade. Descobrimos que a governança corporativa reduz significativamente a lucratividade das vendas de informações privilegiadas, mas não das compras de informações privilegiadas. Dado que as vendas envolvem maior risco legal do que as compras, os resultados sugerem que as empresas bem governadas restringem o Insider trading informado principalmente para reduzir o risco legal.

Ararat, Black e Yurtoglu (2017) estudaram as práticas de governança corporativa de empresas públicas turcas de 2006 a 2012. Com o objetivo de apresentar evidências empíricas sobre a associação entre governança corporativa e valor de mercado e lucratividade da empresa na Turquia, e quais aspectos específicos da governança impulsionam essa associação. As descobertas desse estudo documentam uma forte associação entre governança e valor de mercado em uma amostra abrangente de empresas listadas na Turquia e descartam algumas (mas não todas) explicações não causais para essa associação.

O estudo de Purbawangsa et al. (2020) que examinou a relação entre governança corporativa e lucratividade corporativa no valor corporativo com a divulgação de responsabilidade social corporativa (RSE) como variável interveniente. A partir dos resultados os autores concluíram que a governança corporativa (CG) e a lucratividade corporativa têm um efeito significativo e positivo na divulgação de responsabilidade social corporativa (RSE). Da mesma forma, a divulgação de Responsabilidade social corporativa (RSC) e a lucratividade corporativa têm um impacto significativo e positivo no valor corporativo.

3. METODOLOGIA

Neste estudo, é proposto uma pesquisa classificada como quantitativa, principalmente pela forma de abordagem do problema, pois foram utilizados dados numéricos retirados das demonstrações contábeis das empresas pesquisadas e que, posteriormente, foram calculados índices, analisados e interpretados. Na pesquisa quantitativa, está contido o que pode ser mensurado em números (RAMOS, RAMOS, BUSNELLO, 2003). Quanto aos objetivos, a pesquisa se caracteriza como descritiva, pois para Cervo e Bervian (2010, p. 49) “(...) a pesquisa descritiva procura descobrir, com a precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão, com os outros, sua natureza e características, correlacionando fatos ou fenômenos sem manipulá-los”. Neste estudo, foi feita análise, classificação e interpretação de dados contábeis das companhias analisadas.

O objeto de estudo desta pesquisa consiste nas empresas do segmento de construção civil inseridas no grupo do novo mercado (NM) de Governança Corporativa da B3. Todos os dados coletados para amostra foram retirados do software Economatica. Diante disso, o objetivo deste estudo é analisar o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil que aderiram ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3 no ano de 2007. Os dados utilizados para o cálculo dos índices de rentabilidade foram retirados das

demonstrações contábeis consolidadas de diversas empresas listadas no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa B3. Foram estudados 10 trimestres de cada uma, sendo o primeiro trimestre o último de 2006 e o último o primeiro de 2009.

Na tabela 2 a seguir é apresentada a amostra da pesquisa e o ano de adesão de cada empresa ao grupo do novo mercado de governança corporativa.

Tabela 2

Empresas de construção civil listadas no Novo Mercado (NM) utilizadas na pesquisa

Empresa	Ano de ingresso no NM
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	02/04/2007
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A	22/06/2007
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	29/10/2007
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	23/07/2007
PDG REALTY S.A.	26/01/2007
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	31/01/2007
TECNISA S.A.	01/02/2007
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A	06/06/2007

Este estudo classifica-se como ex-posto-facto. Segundo Gil (2008), neste tipo de pesquisa o estudo é realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos, ou seja, não se dispõe de controle sobre a variável e, portanto, não existe nenhuma possibilidade de controle ou de manipulação dos dados, porque os processos que originaram os dados já aconteceram. Como o tamanho de amostra do grupo foi inferior a 50 ($df < 50$), a análise de normalidade se baseou no teste de Shapiro-Wilk, conforme tabela 3 (p.11). Sendo o grupo de amostra com distribuição não normal, utilizou-se o teste não paramétrico de *Wilcoxon*, e o que se procura nesse tipo de pesquisa é identificar situações que se desenvolveram naturalmente, caracterizando-se como uma amostra não probabilística e intencional.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nos tópicos a seguir, foram analisados os três índices de rentabilidade escolhidos para este estudo, quais sejam: retorno do ativo (ROA), retorno sobre patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre investimentos (ROI). Na tabela a seguir é apresentada a variação de médias das empresas antes e depois da adesão ao nível de Novo Mercado de Governança corporativa. Observa-se que a pesquisa evidenciou um total de 40 observações, a primeira parte da análise da estatística descritiva apresenta que o retorno do ativo (ROA) antes da adesão ao novo mercado apresentava mínimo de -9,0 e máximo de 6,9, após a adesão o mesmo índice apresentou mínimo de -5,4 e máximo de 12,2. A mesma análise evidenciou que para o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) apresentou mínimo de -134,1 e máximo de 158,5 antes da adesão ao Novo Mercado e mínimo de -13,0 e máximo de 16,2 após a adesão as novas práticas de governança corporativa. Já para o retorno sobre os investimentos (ROI) a análise evidenciou um mínimo de -8,6 e máximo de 9,6 antes da adesão ao Novo Mercado e no período após a adesão ao Novo Mercado o mínimo foi de -3,4 e o máximo de 8,2 como é apresentado na tabela 3 a seguir:

Tabela 3

Estatística Descritiva

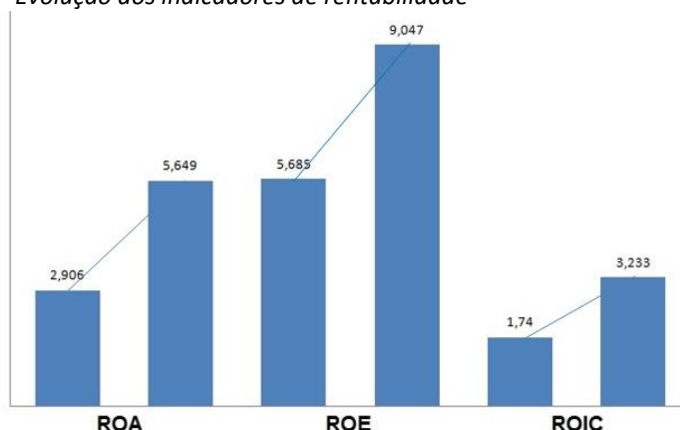
	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ROA ANTES	40	-9,0	6,9	2,906	3,3162
ROA DEPOIS	40	-5,4	12,2	5,649	4,0562
ROE ANTES	40	-134,1	158,5	5,685	33,6774
ROE DEPOIS	40	-13,0	16,2	9,047	6,9962
ROI ANTES	40	-8,6	9,6	1,740	4,2359
ROI DEPOIS	40	-3,4	8,2	3,233	2,7831
N válido (de lista)	40				

ROA = Retorno Sobre o Ativo / ROE = Retorno Sobre o Patrimônio Líquido / ROI = Retorno Sobre Investimentos

A média dos indicadores das empresas no período antes da adesão ao Novo Mercado é de 2,906 e após a adesão é de 5,649 para o retorno do ativo (ROA), já para o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) a análise aponta para uma média de 5,685 antes e 9,047 após a adesão do Novo Mercado, e no indicador retorno sobre os investimentos (ROI) a média antes da adesão é de 1,740 e após a adesão ao novo mercado salta para 3,233, conforme figura 1.

Figura 1

Evolução dos indicadores de rentabilidade



ROA = Retorno Sobre o Ativo / ROE = Retorno Sobre o Patrimônio Líquido / ROI = Retorno Sobre Investimentos
 Fonte: Elaboração própria.

Os dados das médias dos três índices, conforme gráficos 1 sugere uma alteração nesses indicadores após a adesão as novas práticas de governança corporativa, tendo em vista que médias muito diferentes entre o antes e depois acusam diferenças entre os períodos estudados.

Foi realizado um teste de normalidade, e verificou-se que as variáveis estudadas em sua maioria apresentaram distribuição não normal com exceção do ROI. Por meio de teste, a amostra foi submetida ao teste de Shapiro-Wilk, que possui uma correção de significância de *Lilliefors*, o que torna seus resultados mais robustos e precisos, constatando que a maioria das variáveis ficou com significância abaixo de 5% caracterizando como uma distribuição não normal, portanto, foram caracterizados como dados não paramétricos como apresentado na tabela 4.

Tabela 4
Teste de Normalidade

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
ROA ANTES	,216	40	,000	,756	40	,000***
ROA DEPOIS	,166	40	,007	,912	40	,004**
ROE ANTES	,351	40	,000	,438	40	,000***
ROE DEPOIS	,219	40	,000	,777	40	,000***
ROI ANTES	,137	40	,057	,951	40	,082*
ROI DEPOIS	,111	40	,200*	,954	40	,101*

ROA = Retorno Sobre o Ativo / ROE = Retorno Sobre o Patrimônio Líquido / ROI = Retorno Sobre Investimentos. Significância dos coeficientes aos níveis de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Conforme tabela 5, resultado do teste demonstrou que os dados não apresentaram distribuição normal para todas as variáveis. Desta forma, optou-se por aplicar o teste de média para amostra não paramétrico de *Wilcoxon*, com o objetivo de observar se existem diferenças entre os indicadores de rentabilidade calculados antes e após a adoção das novas práticas de governança corporativa. O teste *Wilcoxon* é uma alternativa ao teste T-Student para comparar duas médias populacionais com base em amostras emparelhadas, quando uma distribuição não é normal.

Tabela 5
Teste de Amostras Pareadas

	ROA DEPOIS - ROA ANTES	ROE DEPOIS - ROE ANTES	ROI DEPOIS - ROI ANTES
Z	-3,683 ^b	-3,280 ^b	-1,762 ^b
Significância Sig. (2 extremidades)	,000***	,001**	,078*

ROA = Retorno Sobre o Ativo / ROE = Retorno Sobre o Patrimônio Líquido / ROI = Retorno Sobre Investimentos. Significância dos coeficientes aos níveis de 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Analisando a tabela 5 percebe-se que para o ROA e para o ROE as médias diferem estatisticamente ao nível de significância 1%, ou seja, a adesão das empresas ao nível Novo Mercado de Governança Corporativa impactou os índices estudados. Vale ainda ressaltar que para o índice ROI as médias apresentaram diferença estatística ao nível de 10% de significância, indicando que o ROI foi potencialmente impactado pela adesão as novas práticas de governança corporativa no grupo do Novo Mercado. Os resultados obtidos pela estatística descritiva confirmam a expectativa desta pesquisa, apresentando que a adesão as novas práticas de governança corporativa poderão impactar nos indicadores de retorno das empresas de construção civil, ou seja, um nível maior de transparências nas informações divulgadas pelas entidades do setor de construção civil dá maior confiança aos investidores, podendo refletir diretamente no desempenho de mercado de ações e na imagem da entidade, consequentemente elevando os índices de retorno estudados na pesquisa.

Dessa forma, os resultados encontrados apoiam os estudos realizados por Knapp e Velho (2015), Catapan, Colauto e Barros (2013), Tavares Filho (2006), Purbawangsa et al. (2020) e Ararat, Black e Yurtoglu (2017), os quais sugerem que a participação das empresas em níveis mais elevados de governança está associada a uma melhor performance sob a perspectiva econômica (ROA, ROE, ROI, lucro, receita entre outros).

No entanto, a relação positiva entre o novo mercado e o desempenho econômico não ocorre automaticamente, outros fatores precisam ser observados. Marques (2011) pontua que quanto mais relevante a participação de ações ordinárias no capital e quanto maior o percentual de membros independentes no conselho de administração maiores são os impactos positivos para a companhia, como exemplo, uma melhor avaliação de mercado das companhias. Por fim, o autor constatou que a presença do CEO no conselho de administração acarreta um impacto negativo na avaliação das empresas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a necessidade de se adequar as normas internacionais e gerar uma maior transparência nas informações, melhor relacionamento entre as entidades e os usuários das informações contábil financeiras, surge o que ficou conhecido como Governança Corporativa, objetivando facilitar o acesso ao capital e assim contribuir para o desempenho da empresa. Seguindo esse objetivo, no ano de 2000 a Bovespa cria práticas de boa governança, definidos em ordem de transparência como: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, gerando então uma necessidade de pesquisar qual o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil depois da inserção no Novo Mercado de Governança Corporativa da B3.

Diante disso, o estudo propôs analisar o impacto na rentabilidade das empresas do setor de construção civil que aderiram ao Novo Mercado de Governança Corporativa da B3, segundo a classificação de média do teste de *Wilcoxon*. Foram analisadas as empresas do setor de construção civil que migraram para a faixa de governança corporativa indicada como Novo Mercado da Bovespa em 2007, realizando o estudo no intervalo que vai do quarto trimestre de 2006 até o último trimestre de 2009. Os resultados encontrados indicam que após a adesão, as empresas apresentaram maiores índices no retorno sobre o ativo (ROA), no retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e no retorno sobre investimentos (ROI).

A participação das empresas em níveis mais elevado de governança da B3 pode gerar um melhor desempenho econômico por diversos motivos. Em primeiro lugar, o novo mercado de governança exige que as empresas adotem práticas de transparência e prestação de contas mais rigorosas, o que pode melhorar a credibilidade e confiança dos investidores e do mercado em geral. Além disso, a adesão a esse nível pode atrair investidores mais sofisticados e exigentes, que buscam empresas com boas práticas de gestão e que ofereçam um ambiente mais seguro para investimentos. Por fim, a adoção de práticas de governança mais rigorosas pode aumentar a eficiência e a eficácia na gestão das empresas, reduzindo custos, aumentando a produtividade e, assim, gerando melhores resultados econômicos.

Uma limitação do estudo é a de que este fato por si só faz refletir que as taxas de retorno ou qualquer outra forma de análise de desempenho não pode ser a única forma ou fonte de informação e decisão, a pesquisa não consegue afirmar que o comportamento encontrado no setor de construção civil se repetirá para as demais empresas listadas na B3. O teste de diferença de média é um indicativo, seriam necessários testes mais robustos para analisar o impacto financeiro causa pela adesão ao Novo Mercado.

Para pesquisas futuras sugere-se a análise entre todas as empresas listadas na B3, a utilização de regressão múltiplas, e a comparação entre as empresas que participam dos níveis de governança corporativas com outras que não fazem parte de nenhum dos níveis.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. **Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas.** Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out./dez. 2004.
- ALMEIDA, J.C.G.; SCALZER, R.S.; COSTA, F.M. **Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa.** RCO – Revista de Contabilidade e Organizações, v. 2, n. 2, p. 118 – 131, 2008.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. **Governança Corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na B3.** Pernambuco, 2010
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ARARAT, M.; BLACK, B. S.; YURTOGLU, B. B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. **Emerging Markets Review**, v. 30, p. 113–132, 1 mar. 2017.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. **A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras.** Revista de Contabilidade e Organizações, v. 19, p. 27-39, 2013.
- 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.** Contabilidade, Gestão e Governança, v. 16, n. 2, p. 16-30, mai./ago. 2013.
- CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; DA SILVA, Roberto. **Metodologia Científica.** 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DAI, L. et al. Corporate governance and the profitability of insider trading. **Journal of Corporate Finance**, v. 40, p. 235–253, 1 out. 2016.
- PELLICANI, A. D. (2011). **Governança Corporativa e Restrição Financeira nas Decisões Investimento.** Dissertação de Mestrado em Ciências, Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos/SP, Brasil.
- HO, C. K. Corporate Governance and Corporate Competitiveness: an international analysis. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 2, p. 211–253, 1 mar. 2005.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). **Código das melhores práticas de Governança Corporativa.** 4. ed. São Paulo.
- KASSAI, S.; SANTOS, A. dos; ASSAF NETO, Alexandre. **Retorno de Investimento: Abordagem Matemática e Contábil do Lucro Empresarial.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- KHAN, H. **A Literature Review of Corporate Governance.** International Conference on E-business. **Anais...**2015. Disponível em:
<<https://www.researchgate.net/publication/267773286>>. Acesso em: 19 mar. 2023

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, v.3, p. 305-360, 1976.

MARION, José Carlos Marion. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanço.** 7ª Edição. São Paulo: Atlas, 2010.

MULYADI, M. S.; ANWAR, Y. Influence of corporate governance and profitability to corporate CSR disclosure. **International Journal of Arts and Commerce**, v. 1, 2012.

NASCIMENTO, Auster Moreira; BIANCHI, Márcia; TERRA, Paulo Renato Soares. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa: Evidências de uma survey comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano.** ABCustos Associação Brasileira de Custos, v. 2, n. 2, p. 82-108, 2007.

PURBAWANGSA, I. B. A. et al. Corporate governance, corporate profitability toward corporate social responsibility disclosure and corporate value (comparative study in Indonesia, China and India stock exchange in 2013-2016). **Social Responsibility Journal**, v. 16, n. 7, p. 983–999, 31 ago. 2020.

PELLICANI, Aline Damasceno. **Governança corporativa e restrição financeira nas decisões de investimento.** Dissertação 2011. (Mestrado – Programa de Pós-Graduação e Área de Concentração em Economia, Organizações, e Gestão do Conhecimento). Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, São Carlos.

RAMOS, Paulo; RAMOS, Magda Maria; BUSNELLO, Saul José. **Manual prático de metodologia da pesquisa: artigo, resenha, projeto, TCC, monografia, dissertação e tese.**

REIS, A. C. R. **Demonstrações contábeis: estrutura e análise.** 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

ROSSETTI, J. P., ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012

ROSS, Stephen Alan; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford. **Administração Financeira;** 8 Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. **Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose.** Administração em Diálogo, São Paulo, 2004.

SERAFIM, Leonardo. S. **Influência da Governança Corporativa nas ações do Setor Elétrico Brasileiro: uma análise através da Medida Ômega.** In: SEMINÁRIO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO PUC-RIO, XIX, 2011, Rio de Janeiro. Relatório Pibic. Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** 2002. 165f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.** Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. (2015). **Governança Corporativa, Criação de Valor e Desempenho Econômico-Financeiro: Evidências do Mercado Brasileiro com Dados em Painel, 2005-2011.** Revista de Gestão - REGE, 22(1), pp. 77-96.