
A CONTRIBUIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

DOI: 10.5700/rege488

ARTIGO – FINANÇAS

Rodrigo Santos de Melo

Professor da Universidade Federal do Piauí (UFPI) – Teresina-PI, Brasil
Doutorando na Universidade de Coimbra. Especialista em Administração Financeira
Mestre em Administração pela Universidade Estadual do Ceará
E-mail: rodrigsmelo@hotmail.com

Recebido em: 16/12/2011

Aprovado em: 17/12/2012

Paulo César de Sousa Batista

Membro permanente do Curso de Mestrado em Administração da Universidade Estadual do Ceará – Fortaleza-CE, Brasil
Líder do Grupo de Pesquisa de Estratégia
Mestre e Ph.D. em Economia pela University of Illinois (USA)
E-mail: batista.pcs@gmail.com

Augusto Cezar Moura de Macedo

Mestrando na Universidade Estadual do Ceará – Fortaleza-CE, Brasil
Graduado em Administração de Empresas na Universidade Estadual do Ceará
E-mail: augusto_mmacedo@yahoo.com.br

Rômulo Bernardino Lopes de Costa

Mestrando em Administração na Universidade Estadual do Ceará (UECE) – Fortaleza-CE, Brasil
Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (UFC)
E-mail: romuloblrc@gmail.com

RESUMO

A heterogeneidade do desempenho empresarial tem sido objeto de grande preocupação por parte de empresários e de pesquisadores das Ciências Sociais. As abordagens e as metodologias para a investigação desse tema são múltiplas e produzem resultados sobre os quais não há consenso entre os autores mais relevantes. No tocante às abordagens, parte das divergências pode ser atribuída à preferência dos pesquisadores por uma das teorias concorrentes explicativas desse fenômeno – a Organização Industrial, a Visão Baseada em Recursos (RBV), a Teoria das Competências Dinâmicas e a Teoria dos Processos de Mercado. Os autores da Teoria das Competências Dinâmicas consideram a alavancagem e a regeneração de recursos e capacidades fatores essenciais para a formação da vantagem competitiva, e destacam o papel crucial da gestão estratégica nesse campo. Essas novas ideias estimularam a análise da influência dos fatores da firma no desempenho, dentre os quais a contribuição dos aspectos gerenciais, linha de pesquisa na qual se insere este artigo, que objetiva investigar a contribuição da Governança Corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBOVESPA. A metodologia utilizada é a MANOVA, e os resultados confirmam que a Governança Corporativa constitui-se em fator explicativo relevante do desempenho empresarial.

Palavras-chave: Teorias das Vantagens Competitivas, Governança Corporativa, Desempenho, Empresas de Capital Aberto, Análise Multivariada.

THE CONTRIBUTION OF CORPORATE GOVERNANCE FOR THE PERFORMANCE OF BRAZILIAN PUBLICLY TRADED COMPANIES

ABSTRACT

The heterogeneity of business performance has been the subject of great concern for entrepreneurs and researchers of Social Sciences. There are numerous approaches and methodologies for the investigation of this subject, producing results on which there is no consensus among the most relevant authors. Regarding the approaches, some of the differences can be attributed to the researchers' preference for one of the competing explanatory theories of this phenomenon – the Industrial Organization, the Resource-based View (RBV), the Dynamic Skills Theory and the Theory of Market Processes. The authors of the Theory of Dynamic Skills consider leverage and regeneration of resources and capabilities as essential factors for the formation of competitive advantage, and highlight the crucial role of strategic management in this field. These new ideas stimulated the analysis of the influence of firm factors performance, among which the contribution of managerial aspects, the line of research chosen for this article, which aims to investigate the contribution of Corporate Governance in the performance of Brazilian publicly traded companies registered at BM&FBOVESPA. The methodology used is the MANOVA, and the results confirm that the Corporate Governance constitutes a relevant explanatory factor in business performance.

Key words: Theories of Competitive Advantage, Corporate Governance, Performance, Publicly traded Companies, Multivariate Analysis.

LA CONTRIBUCIÓN DE LA GOBERNABILIDAD CORPORATIVA PARA EL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS DE CAPITAL ABIERTO

RESUMEN

La heterogeneidad del desempeño empresarial ha sido objeto de gran preocupación por parte de empresarios y de investigadores de las Ciencias Sociales. Los abordajes y las metodologías para la investigación de ese tema son múltiples y producen resultados sobre los cuales no hay consenso entre los autores más relevantes. En lo que se refiere a los abordajes, parte de las divergencias puede ser atribuida a la preferencia de los investigadores por una de las teorías concurrentes explicativas de ese fenómeno – la Organización Industrial, la Visión Basada en Recursos (RBV), la Teoría de las Competencias Dinámicas y la Teoría de los Procesos de Mercado. Los autores de la Teoría de las Competencias Dinámicas consideran el impulso y la regeneración de recursos y capacidades factores esenciales para la formación de la ventaja competitiva, y destacan el papel crucial de la gestión estratégica en ese campo. Esas nuevas ideas estimularon el análisis de la influencia de los factores de la firma en el desempeño, entre los cuales la contribución de los aspectos gerenciales, línea de investigación en la cual se introduce este artículo, que tiene el objetivo de investigar la contribución de la Gobernabilidad Corporativa en el desempeño de las empresas brasileñas de capital abierto registradas en la BM&FBOVESPA. La metodología utilizada es la MANOVA, y los resultados confirman que la Gobernabilidad Corporativa constituye un factor explicativo relevante del desempeño empresarial.

Palabras-clave: Teorías de las Ventajas Competitivas, Gobernabilidad Corporativa, Desempeño, Empresas de Capital Abierto, Análisis Multivariado.

1. INTRODUÇÃO

No século passado, crises econômicas como a grande depressão de 1929 e as do petróleo nas décadas de 50, 70 e 90 levaram as empresas a se defrontar com situações como queda de demanda, concorrência acirrada e instabilidade financeira, que exigiram ajustes nos processos de produção, nas tecnologias, nas práticas de gestão e nas estratégias.

Neste início de século, turbulências como as ocorridas a partir de 2008, desencadeadas no setor imobiliário norte-americano, criaram novamente grandes desafios para a sobrevivência e a expansão das empresas, exigindo o aprofundamento das mudanças.

Como consequência disso, maior atenção passou a ser dada à Teoria das Competências Dinâmicas, que advoga não apenas uma adequada gestão dos recursos internos discretos e a capacidade de ajuste a novas situações externas, mas também um foco especial na capacidade de gerir eficazmente os recursos intangíveis, como o aprendizado, o conhecimento, a experiência e a interdependência dos recursos.

Além disso, essa teoria enfatizou que a concentração na posse de estoques de recursos, por mais valiosos que fossem, como formadora da vantagem competitiva, poderia levar a inflexibilidades incompatíveis com a necessidade de mudança das empresas em ambientes de hipercompetição, incerteza e complexidade, como o que se formou a partir de 2008. O esforço para a contínua alavancagem e regeneração de recursos e capacidades passou a ser uma das mais importantes orientações estratégicas dessa teoria para a busca de vantagem competitiva.

A essência da Teoria das Competências Dinâmicas foi capturada por Vasconcelos e Cyrino (2000:33). Segundo esses autores, “Na abordagem das capacidades dinâmicas, mais importante que o estoque atual de recursos é a capacidade de acumular e combinar novos recursos em novas configurações capazes de gerar fontes adicionais de rendas.”

Essa capacidade, porém, exige o desenvolvimento de ações e decisões organizacionais, ou, em última instância, um padrão de gestão superior que promova a

capacidade de aprendizado, coordene a alocação de recursos e gerencie os fluxos de recursos e de habilidades que construam e alavanquem competências (SANCHEZ; HEENE, 1996).

Esse corpo de ideias tem estimulado o estudo da Governança Corporativa e, em particular, da relação desse modelo de gestão com a vantagem competitiva e o desempenho empresarial. Os fatores da vantagem competitiva passaram a ser imaginados num formato mais eclético, reunindo contribuições de várias teorias, antes consideradas concorrentes, além de incluir em uma dimensão adicional à da firma o constructo Governança Corporativa, como forma de expressar o papel crucial atribuído à gestão estratégica pela Teoria das Competências Dinâmicas.

Neely (2002) é um dos autores que adota essa visão eclética, ao advogar a necessidade de que sejam consideradas as diferentes perspectivas do desempenho da empresa – a perspectiva interna, compreendendo a análise dos recursos e competências, e a perspectiva externa, associada ao posicionamento em relação à concorrência e aos clientes.

Outras contribuições relevantes nessa mesma linha podem ser encontradas nos trabalhos de Prahalad e Hamel (1990), Ansoff e McDonnell (1993), Mintsberg (1994), Vasconcelos e Cyrino (2000) e Brito e Vasconcelos (2004).

Foss, K. e Foss, N. J. (2005) podem ser considerados uma referência para o presente estudo, uma vez que propõem que, se os recursos influenciam positiva e significativamente o desempenho, as empresas devem ter estruturas de governança que evitem o risco de ações de captura. Na interpretação de Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2007), essas ações compreendem atividades que consomem recursos para a apropriação do valor de outros agentes, sem compensá-los por isso. Além desse aspecto, a gestão favorece a coordenação do uso e a interdependência dos recursos da firma, produzindo uma situação de difícil imitação e substituição, fortalecendo a vantagem competitiva e criando as condições para o desempenho superior (VASCONCELOS; CYRINO, 2000).

Assim, tendo em conta as referências teóricas a respeito da influência da Governança Corporativa na vantagem competitiva e no desempenho, e

também os desafios existentes para a exploração desse tema no âmbito empresarial brasileiro, os autores deste artigo elegeram como objetivos da pesquisa: i) identificar a relevância da Governança Corporativa no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBOVESPA, e ii) avaliar se formas mais elevadas de governança proporcionam desempenho superior.

O uso da base de dados da BM&FBOVESPA, em si, consiste também em outra contribuição do artigo, porque atende à recomendação de Brito e Vasconcelos (2005), feita em seu estudo sobre o desempenho das firmas brasileiras, no sentido de que sejam exploradas bases de dados mais amplas e modelos que incluam outros tipos de efeitos para a investigação do fenômeno.

A abordagem metodológica adotada é de natureza quantitativa, a partir da base de dados da Economática® 2011, para as empresas de capital aberto nacional, registradas na BM&FBOVESPA, com operações em 4 setores diferentes da economia. Os dados foram tratados com a utilização da técnica de análise multivariada, a MANOVA, atendendo à recomendação de que essa técnica deve ser utilizada quando se pretende “explorar simultaneamente as relações entre diversas variáveis independentes categóricas e duas ou mais variáveis pendentas métricas” (HAIR *et al.*, 2005:33).

Para o cumprimento de seus propósitos, o artigo está estruturado em 5 partes, incluindo esta introdução e as considerações finais. O segundo capítulo trata do referencial teórico da investigação, da análise de resultados empíricos associados a modelos de desempenho, da visão dos recursos e de sua contribuição para o desempenho, com uma particular atenção aos ativos intangíveis e à contribuição da Governança Corporativa. O capítulo terceiro descreve o percurso metodológico da investigação, compreendendo, entre outros aspectos, o modelo teórico-conceitual das variáveis envolvidas e as condições do uso da MANOVA. O quarto capítulo apresenta a análise dos resultados, destacando as diferenças no poder explicativo dos modelos de desempenho, quer considerem, quer não, a variável Governança Corporativa. O último capítulo trata das considerações finais a respeito dos resultados obtidos.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO

Estudos que analisam a heterogeneidade do desempenho das empresas por meio da decomposição da variância desenvolveram-se a partir do trabalho seminal de Schmalensee (1985), que utilizou dados fornecidos pela FTC (*Line of Business Program* da U.S. Federal Trade Commission) de 1.775 empresas norte-americanas referentes ao ano de 1975. Os resultados obtidos corroboraram a ideia de que o setor no qual as empresas estão inseridas é o fator de maior influência na lucratividade, quando esta é medida pelo retorno sobre o ativo (ROA). A variância explicada pelo efeito setor foi de 19,6%, enquanto as outras duas variáveis utilizadas – *market share* e *corporação* – explicaram menos de 1%. No entanto, cerca de 80% da variância não foi explicada pelo modelo, resultado de um componente aleatório ou de variáveis não incluídas na modelagem.

Percebendo essa lacuna e utilizando os mesmos dados, Rumelt (1991) ampliou o período de análise (1974-1977) e adicionou ao modelo variáveis específicas à empresa. Constatou que o efeito firma e não o efeito setor era o maior responsável pela variância no desempenho entre empresas (46% e 16%, respectivamente). Outros autores replicaram o modelo, encontrando resultados semelhantes, ou seja, o efeito firma é a variável mais explicativa da heterogeneidade no desempenho empresarial, compondo entre 27% e 37% da variância total (*e.g.* ROBERQUEST; PHILLIPS; WESTFALL, 1996; MCGAHAN; PORTER, 1997, 2002; HAWAWINI; SUBRAMANIAN; VERDIN, 2003).

No Brasil, Brito e Vasconcelos (2005) aplicaram o mesmo modelo a partir de dados de 252 empresas de 15 diferentes setores, publicados no Balanço Anual da *Gazeta Mercantil*, referentes ao período de 1998 a 2001. Os resultados evidenciaram que as características específicas da firma são mais influentes no desempenho empresarial do que os efeitos ano e ramo de negócios. Recentemente, uma nova série de artigos abordou a mesma questão, com a utilização de Modelos Hierárquicos Lineares (*Hierarchical Linear and Nonlinear Modeling* – HLM), confirmando a firma como o fator que mais influencia o desempenho das empresas (*e.g.*

HOUGH, 2006; MISANGYI *et al.*, 2006; SHORT *et al.*, 2006; GOLDSZMIDT; BRITO; VASCONCELOS, 2011).

Em suma, nesses estudos empíricos o desempenho é resultado, principalmente, de competências dinâmicas e individuais da firma (PRAHALAD; HAMEL, 1990; ZARIFIAN, 2001; FLEURY, A.; FLEURY, M., 2002, 2004). Nessa vertente teórica, os gerentes devem estar atentos às mudanças no ambiente em que a empresa está inserida e *pari passu* reconfigurar ou recombinar, se necessário, as habilidades, os recursos e as competências da firma (VASCONCELOS; CYRINO, 2000). Assim, empresas que possuem recursos únicos ou raros e os utilizam de forma eficaz e oportuna conseguem influenciar positivamente a produção de ativos tangíveis e, principalmente, de ativos intangíveis (KAYO *et al.*, 2006).

Kayo *et al.* (2006) defendem que, apesar de o valor econômico da empresa ser resultado da soma de seus ativos tangíveis e intangíveis, estes últimos, cuja importância tem crescido, são considerados os grandes responsáveis pela manutenção de vantagens competitivas. Nas últimas décadas, ativos intangíveis, como marca, inovação, ativos humanos, dentre outros, passaram a ser bastante valorizados pelos investidores. Como consequência disso, o índice valor de mercado (*market-value*) sobre o valor contábil (*book-value*) das empresas americanas cresceu de 1 para 6, de 1980 a 2001 (LEV, 2001).

Em estudo sobre o tema, Domeneghetti e Meir (2009) compararam os diversos ativos intangíveis e os dividiram em dois tipos: os que geram e os que protegem valor. No primeiro grupo, de geração de valor, estão ativos intangíveis como: investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D), patentes, *know-how* tecnológico, etc. No segundo grupo, de proteção de valor, encontra-se a governança corporativa, que, segundo os autores, permite aos gestores alavancar outros ativos e, dessa forma, proporcionar retornos acima do custo de capital.

Nesse sentido, Correia e Amaral (2006, 2008) afirmam que as empresas buscam adaptar-se aos princípios que caracterizam uma prática adequada de governança corporativa para obter capital necessário à implantação de projetos de investimento, no intuito de se tornarem mais

eficientes e competitivas. Em tese, ao ser gerida conforme determinam as boas práticas de governança, a organização reduz seu custo de capital, em razão da proteção oferecida aos investidores contra possível oportunismo dos controladores da companhia, assegurando, dessa forma, maiores retornos sobre o investimento (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; CAMARGOS; BARBOSA, 2010). Em razão dessas ideias, inúmeros trabalhos empíricos associam boas práticas de governança corporativa a um desempenho superior (*e.g.* BAI *et al.*, 2003; BROWN; CAYLOR, 2004; BEINER *et al.*, 2004; KLAPPER; LOVE, 2004; LEAL; CARVALHO-DA-SILVA, 2005).

Durnev e Kim (2005), por exemplo, a partir de dados referentes a empresas de 27 países, encontraram evidências de que um nível maior de governança e transparência faz com que as empresas sejam mais valorizadas nos mercados acionários. Além disso, em países menos amistosos com o investidor, a relação entre qualidade da governança corporativa e valor de mercado é mais forte, evidenciando que as empresas se adaptam a ambientes legais instáveis e erráticos ao estabelecerem práticas de governança eficientes.

Beiner *et al.* (2004), por sua vez, desenvolveram um sistema de equações simultâneas utilizando os seguintes indicadores: *q* de Tobin (como variável de desempenho), índice de Governança Corporativa, percentual de direito de votos exercido pelo maior acionista, percentual de capital pertencente a diretores e conselheiros, percentual de direito de voto exercido por investidores externos, número de diretores no conselho administrativo, razão entre ativo total e passivo total e quantidade de membros independentes no conselho. A pesquisa empírica aplicada em 109 empresas da Swiss Exchange (SWX) reafirmou a relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor da empresa.

No Brasil, De Carvalho e Pennacchi (2011), utilizando a base Economática® com dados de 238 empresas referentes aos anos de 2000 a 2006, observaram, por meio de análise de regressão, que as ações das empresas tendem a ganhar um retorno positivo anormal quando migram de um nível inferior para um superior (entre os três

níveis de governança da BM&FBOVESPA: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), especialmente se não tiverem sido listadas previamente em bolsa estrangeira. Ademais, o volume de negociação de ações aumenta quanto maior o nível de governança, ou seja, uma melhor evidenciação gera liquidez.

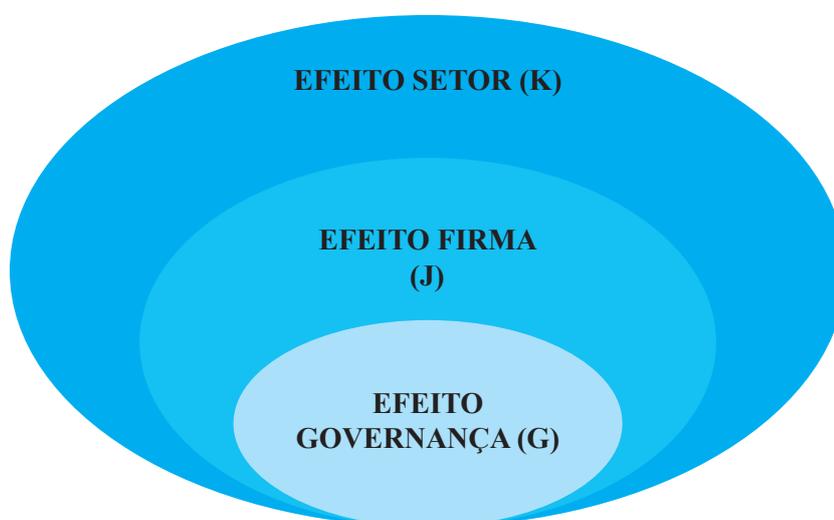
Esses resultados demonstram que o fator governança influencia o desempenho da firma, por meio da valorização ou desvalorização de suas ações, reflexo do grau de confiança dos acionistas na companhia. Pelos argumentos analisados, este artigo pretende testar um modelo de maior poder explicativo do que o das contribuições de Schmalensee (1985) e Rumelt (1991), que incorpore em seu desenho uma variável representativa do constructo Governança Corporativa. A contribuição à literatura dos fatores de desempenho será ainda ampliada pela utilização de uma metodologia mais adequada,

baseada nos modelos lineares hierárquicos (MISANGYI *et al.*, 2006).

3. MODELOS TEÓRICO-CONCEITUAL E MATEMÁTICO

O modelo teórico proposto está concebido em três níveis: no primeiro nível, encontram-se os efeitos do Setor (K); no segundo, os efeitos da Firma (J); no terceiro, os efeitos da Governança (G). O modelo descreve o desempenho como um fenômeno influenciado pela Governança Corporativa, por seu papel de coordenação da interdependência dos recursos tangíveis e intangíveis da firma. No modelo proposto, o processo de competição se dá, em geral, no plano setorial. A Governança das empresas e outros ativos intangíveis promovem impactos diferentes no desempenho das empresas, dependendo do setor em que atuam.

Figura 1 – Modelo Teórico Proposto



Fonte: Elaborada pelos autores.

Os referenciais teóricos do modelo são os estudos de Rumelt (1991), Schmalensee (1985), Roberquest, Phillips e Westfall (1996), McGahan e Porter (1997, 2002), Hawawini, Subramanian e Verdin (2003), Hough (2006), Misangyi *et al.* (2006), Short *et al.* (2006) e Goldszmidt, Brito e Vasconcelos (2011). Esses autores, pela aplicação de métodos variados, confirmaram que a firma é o fator que mais influencia o desempenho das empresas.

O modelo testado neste artigo não inclui os fatores ‘tempo’ e ‘unidade de negócio’, porque estudos anteriores (*e.g.* RUMELT, 1991) mostraram que, de forma isolada, esses elementos não foram capazes de explicar nenhuma parcela significativa da variância total do desempenho. A expressão matemática do modelo teórico é escrita na forma abaixo e envolve três fatores e suas

interações, além de um fator comum (μ) e o erro (e_{kgj}) .

$$y_{KGJ} = \mu + K_i + J_z + G_n + K_i J_z + K_i G_n + J_z G_n + K_i G_n J_z + e_{kgj}$$

Em que:

- y_{KGJ} representa o desempenho (d);
- μ representa um efeito comum a todas as observações;
- K_i refere-se ao efeito do fator Setor, com $i = 1, 2, 3, 4, 5, 6$;
- J_z refere-se ao efeito do fator Firma, com $z = 1, 2$;
- G_n refere-se ao efeito do fator Governança, com $n = 1, 2, 3, 4$;
- $K_i J_z$ é o efeito interativo dos fatores Setor e Firma;
- $K_i G_n$ é o efeito interativo dos fatores Setor e Governança;
- $J_z G_n$ é o efeito interativo dos fatores Firma e Governança;
- $K_i G_n J_z$ é o efeito interativo dos fatores Setor, Firma e Governança;

- e_{kgj} é o efeito aleatório não controlável, que se assume ser independente e possuir uma distribuição $N(0, \sigma^2)$.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Do ponto de vista dos objetivos, a pesquisa é do tipo explicativo ou causal. Na primeira fase de seu desenvolvimento, realizou-se uma pesquisa bibliográfica em revistas, livros e artigos científicos, para identificar os modelos teóricos e os resultados empíricos relativos aos fatores determinantes do desempenho, particularmente aqueles que contemplaram a Governança Corporativa como variável explicativa, assim como revelaram a racionalidade associada a essa especificação. A amostra da pesquisa foi composta de 72 empresas, após a exclusão dos *outliers*, constituídas sob a forma de Sociedades Anônimas (S.A.), de capital aberto, registradas na BM&FBOVESPA e pertencentes a 4 setores da economia (Tabela 1).

Tabela 1 – Amostra Utilizada por Setor Econômico

SETOR ECONÔMICO (SUBSETORES)	CÓD.	QUANT. DE EMPRESAS
Materiais Básicos	200	26
Bens Industriais	300	15
Construção e Transporte (150 - Construção e Engenharia)	400	22
Consumo Não Cíclico subsectores (200 – Bebidas, 300 – Fumo, 400 – Produtos de uso Pessoal e Limpeza, 600 – Saúde)	500	9
TOTAL		72

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os dados utilizados dessas empresas são de natureza secundária, provenientes da base de dados da BM&FBOVESPA, condição que atribui maior confiabilidade às informações em razão das exigências da legislação brasileira quanto à sua publicização e aos procedimentos da Bolsa.

Neste trabalho, a MANOVA foi utilizada para comparar as diferenças entre as médias dos efeitos Setor, Ativos Intangíveis e Governança e suas interações, verificar se são estatisticamente diferentes e, desse modo, identificar quais

variáveis isoladas ou combinadas a outras variáveis mais contribuem para o desempenho superior de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.

Foi realizado o fator de blocagem, como um tratamento adicional à análise. Por meio desse tratamento procura-se reduzir a variabilidade interna do grupo governança, tornando os grupos adicionais mais homogêneos. Para identificar se há diferenças estatisticamente significativas entre as médias de grupos para cada variável

dependente, utilizaram-se procedimentos *post hoc*, como os testes Pillais, Hotellings, Wilks e Roys.

Para testar o poder explicativo da variável governança sobre as variáveis independentes ROA e ROE, estimou-se o coeficiente de determinação (R^2) no modelo com o efeito governança $y_{KJ} = \mu + K_i + J_z + G_n + K_i J_z + K_i G_n + J_z G_n + K_i G_n J_z + \epsilon_{KJ}$ e no modelo sem o efeito governança $y_{KJ} = \mu + K_i + J_z + K_i J_z + \epsilon_{KJ}$.

Neste trabalho, utiliza-se o indicador de desempenho financeiro Retorno sobre o Ativo Total (ROA), pois pesquisas anteriores (e.g. SCHMALENSEE, 1985; RUMELT, 1991; ROBERQUEST; PHILLIPS; WESTFALL, 1996; MCGAHAN; PORTER, 1997, 2002; HOUGH, 2006; MISANGYI *et al.*, 2006; GOLDSZMIDT; BRITO; VASCONCELOS 2007, 2011) obtiveram resultados semelhantes aos obtidos por indicadores de desempenho de valor (HAWAWINI; SUBRAMANIAN; VERDIN, 2003).

O *Return on assets* ou Retorno sobre o Ativo Total (ROA) mede a eficácia geral da administração de uma empresa na geração de lucros com os ativos disponíveis (GITMAN, 2004). O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) mede o retorno obtido no investimento do capital dos acionistas ordinários da empresa (GITMAN, 2004). Segundo Brigham e Houston (1999), o quociente do lucro líquido sobre o patrimônio líquido mede o retorno sobre o patrimônio líquido ou a taxa de retorno sobre o investimento dos acionistas.

O ROA e o ROE foram calculados a partir dos dados obtidos na base Econômica®, disponibilizados pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais seção Nordeste (APIMEC NE), situada em Fortaleza – CE, Brasil.

Optou-se por trabalhar com o setor industrial brasileiro por sua relevante contribuição ao crescimento da economia nacional, excluindo da amostra as empresas dos setores 100 (Petróleo, Gás e Biocombustível) e 600 (Consumo Cíclico), porque, com raras exceções, essas empresas possuem um alto valor de mercado e proporcionam pouca receita operacional, constituindo-se em *outliers*. As empresas do setor de agronegócios também foram excluídas, por sua pequena representatividade. Foram eliminadas da base de dados as empresas do setor de serviços, que inclui as instituições financeiras, em razão de que seu alto grau de alavancagem pode trazer vieses aos indicadores de desempenho.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, foram testados os pressupostos da normalidade das variáveis dependentes. Por meio do teste de Kolmogorov-Smirnov e dos gráficos de *Box-Plot* (FAVERO *et al.*, 2009; HAIR *et al.*, 2005), verificaram-se os pressupostos da distribuição normal multivariada das variáveis dependentes ROA e ROE. As Tabelas 2, 3 e 4 mostram o resultado do teste de normalidade univariada e conclui-se que não existem indícios para suspeitar da rejeição da hipótese nula da distribuição normal ao nível de 5%.

Tabela 2 – Teste de Normalidade

SETOR		KOLMOGOROV-SMIRNOV ^a		
		ESTATÍSTICA	GRAUS DE LIBERDADE	SIG.
ROA	2	0,100	26	0,200*
	3	0,180	15	0,200*
	4	0,117	22	0,200*
	5	0,176	9	0,200*
ROE	2	0,113	26	0,200*
	3	0,142	15	0,200*
	4	0,097	22	0,200*
	5	0,186	9	0,200*

Nota. ^a Lilliefors Significance Correction.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 3 – Teste de Normalidade

VALOR MVA	KOLMOGOROV-SMIRNOV ^A			
	ESTATÍSTICA	GRAUS DE LIBERDADE	SIG.	
ROA	0	0,097	29	0,200*
	1	0,093	43	0,200*
ROE	0	0,089	29	0,200*
	1	0,061	43	0,200*

Nota. ^aLilliefors Significance Correction.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 4 – Teste de Normalidade

GOV	KOLMOGOROV-SMIRNOV ^A			
	ESTATÍSTICA	GRAUS DE LIBERDADE	SIG.	
ROA	0	0,133	31	0,173
	1	0,114	41	0,199
ROE	0	0,086	31	0,200*
	1	0,083	41	0,200*

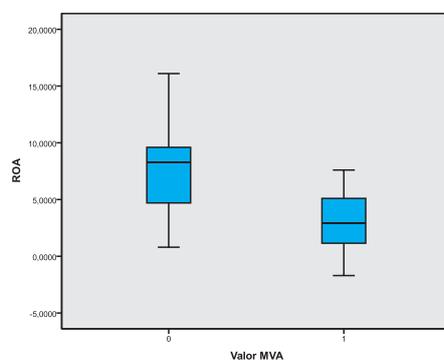
Nota. ^aLilliefors Significance Correction.

Fonte: Elaborada pelos autores.

As Figuras 2 e 3, em consonância com os resultados obtidos pelo teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, mostram o comportamento

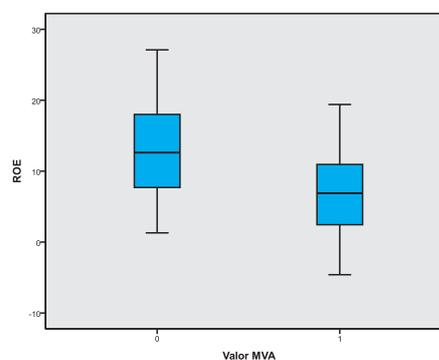
da distribuição das variáveis dependentes, que visualmente parecem seguir uma distribuição normal.

Figura 2 – Box-Plot da variável ROA



Fonte: Elaborada pelos autores.

Figura 3 – Box-Plot da variável ROE



Fonte: Elaborada pelos autores.

Em relação à suposição de equivalência das matrizes de variância-covariância das variáveis dependentes, utiliza-se o teste *Box-Plot* e verifica-se que a hipótese nula da homogeneidade é rejeitada. Hair *et al.* (2005) sugerem que uma violação dessa natureza causa impacto mínimo se os grupos tiverem os mesmos tamanhos ou se o cociente entre o tamanho do maior grupo e o tamanho do menor grupo for menor que 1,5.

O teste das médias de *Pillai's Trace*, *Wilks' Lambda*, *Hotelling's Trace* e *Roy's Largest Root* sugere a rejeição da hipótese nula da igualdade de médias ao nível de 1%. Portanto, os testes indicam que os fatores Setor, MVA e Governança influenciam significativamente o desempenho das empresas industriais com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Sugerem ainda a não rejeição da hipótese nula, quando se analisa a interação entre duas variáveis, e indicam a rejeição da

hipótese nula da igualdade de médias ao nível de 1%, quando se estuda a interação entre as três variáveis (Tabela 5).

Tabela 5 – Efeito Setor, Ativo e Governança - Teste multivariado de significância (S = 1, M = 0, N = 28)

TESTE	VALOR	APPROX. F	HYPOTH. DF	ERRO DF	SIG. DO F
Pillais	0,28951	4,82373	4,00	114,00	0,001
Hotellings	0,38743	5,32711	4,00	110,00	0,001
Wilks	0,71646	5,07977	4,00	112,00	0,001
Roys	0,26718				

Nota. F statistic for WILKS' Lambda is exact.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 6 mostra o resultado do teste de hipótese univariado, ou seja, quando se trata cada variável dependente individualmente (FAVERO

et al. 2009). Os resultados apontam para a rejeição da hipótese nula do ROE e para a não rejeição da hipótese nula do ROA.

Tabela 6 – Efeito Setor, Ativo e Governança - Teste F univariado com (2;57) graus de liberdade

VARIABLE	HYPOTH. SS	ERROR SS	HYPOTH. MS	ERROR MS	F	SIG. OF F
ROA	23,08964	418,28624	11,54482	7,33836	1,57322	0,216
ROE	317,04332	1362,21054	158,52166	23,89843	6,63314	0,003

Fonte: Elaborada pelos autores.

Esses achados são coerentes com a teoria, uma vez que a Governança Corporativa visa garantir essencialmente o retorno aos acionistas, sem apresentar uma relação direta com os ativos da empresa.

Em seguida, exclui-se a governança, com o objetivo de testar a importância da variável para o modelo (Tabelas 7 e 8).

Tabela 7 – Efeito Setor e Ativo - Teste multivariado de significância (S = 2, M = 0, N = 30 1/2)

TEST NAME	VALUE	APPROX. F	HYPOTH. DF	ERROR DF	SIG. OF F
Pillais	0,11433	1,29343	6,00	128,00	0,265
Hotellings	0,12406	1,28200	6,00	124,00	0,270
Wilks	0,88777	1,28794	6,00	126,00	0,267
Roys	0,09143				

Nota. F statistic for WILKS' Lambda is exact.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 8 – Efeito Setor e Ativo - Teste F univariado com (3;64) graus de liberdade

VARIABLE	HYPOTH. SS	ERROR SS	HYPOTH. MS	ERROR MS	F	SIG. OF F
ROA	48,44477	509,71815	16,14826	7,96435	2,02757	0,119
ROE	162,44258	1770,49817	54,14753	27,66403	1,95733	0,129

Fonte: Elaborada pelos autores.

Verifica-se que, quando se exclui a governança do modelo, nos critérios de *Pillai's Trace*, *Wilks' Lambda*, *Hotelling's Trace* e *Roy's Largest Root*,

uma baixa significância é obtida (estatística bem acima de $\alpha = 0,05$). Portanto, o resultado pressupõe a importância da governança para o

desempenho superior das empresas. Os resultados são confirmados pelas análises individuais das variáveis dependentes, em que se encontra uma significância para o ROA de 0,119 e para o ROE de 0,129.

Posteriormente, foi testado o modelo com 3 níveis de Governança – Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 –, que têm boas práticas de governança,

comparativamente ao nível Mercado Tradicional, sem governança. Segundo os critérios de *Pillai's Trace*, *Wilks' Lambda*, *Hotelling's Trace* e *Roy's Largest Root*, o grupo de empresas com mais altos níveis de governança apresentou desempenho superior nas variáveis dependentes (ROA = 0,059 e ROE = 0,129, com significância menor que 0,1).

Tabela 9 – Efeito Setor, Ativo e Governança - Teste multivariado de significância (S = 2, M = -1/2, N = 27)

TEST NAME	VALUE	APPROX. F	HYPOTH. DF	ERROR DF	SIG. OF F
Pillais	0,38069	6,70021	4,00	114,00	0,000
Hotellings	0,59457	8,17527	4,00	110,00	0,000
Wilks	0,62412	7,44260	4,00	112,00	0,000
Roys	0,36762				

Nota. F statistic for WILKS' Lambda is exact.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela 10 – Efeito Setor, Ativo e Governança - Teste F univariado com (2; 57) graus de liberdade

VARIABLE	HYPOTH. SS	ERROR SS	HYPOTH. MS	ERROR MS	F	SIG. OF F
ROA	38,91693	371,67658	19,45847	6,52064	2,98413	0,059
ROE	486,01113	1090,39608	243,00557	19,12976	12,70301	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores.

No modelo $ROA = \mu + K_i + J_z + G_n + K_i J_z + K_i G_n + J_z G_n + K_i G_n J_z + e_{kij}$ obteve-se $R^2 = 0,632$, enquanto no modelo $ROA = \mu + K_i + J_z + K_i J_z + e_{kij}$ obteve-se $R^2 = 0,552$. A análise mostra que, embora o modelo sem a variável governança já apresentasse um alto poder explicativo, este é intensificado sensivelmente com a inclusão da variável governança.

5. CONCLUSÃO

Como o propósito do teste multivariado é avaliar as diferenças das médias coletivamente, verifica-se estatisticamente que as médias dos Setores, da Firma e da Governança não são iguais. Portanto, pode-se concluir que essas variáveis influenciam o retorno sobre os ativos e sobre o investimento dos acionistas.

O modelo se mostra mais significativo ao utilizar o ROE como indicador de desempenho, quando comparado ao ROA. O resultado revela-se coerente com o modelo, uma vez que a variável dependente mede o quociente do lucro

operacional sobre o retorno dos acionistas e as boas práticas de governança apresentam como função a preservação dos ganhos dos acionistas.

Ao se excluir o fator Governança do modelo, percebe-se que o ROA mostra-se significativo, enquanto o ROE não apresenta significância estatística ($\alpha = 0,05$), portanto, mais uma vez, os resultados são coerentes, já que a variável dependente significativa mede o retorno sobre os ativos da empresa, desconsiderando os retornos dos acionistas.

Conclui-se que a Governança constitui-se em fator explicativo relevante do desempenho empresarial das empresas brasileiras de capital aberto não só quando se pretende avaliar o retorno proporcionado aos acionistas, mas também quando se considera o efeito proporcionado nos ativos das empresas.

O modelo se mostra, ainda, alinhado com os achados de Schmalensee (1985), Rumelt (1991), Roberquest, Phillips e Westfall (1996), McGahan

e Porter (1997, 2002) e Hawawini, Subramanian e Verdin (2003), ao considerar os ativos e o setor como fatores influenciadores do desempenho das empresas e proporcionar a percepção de que o efeito governança corporativa é importante para o desempenho organizacional e para o retorno dos acionistas.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANSOFF, H.; McDONNELL, E. *Implantando a administração estratégica*. 2. ed. Tradução de Antônio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1993.
- BAI, Chong-en; LIU, Qiao; LU, Joe Zhou; SONG, Frank M.; ZHANG, Junxi. *Corporate Governance and Market Valuation in China*. Michigan: The William Davidson Institute, 2003. (Working Paper n. 564).
- BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence From Switzerland*. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=489322>. Acesso em: 15 fev. 2012.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Elsevier, 1999.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. Desempenho das Firms Brasileiras: Efeito ano, Ramo de negócios e Firma individual. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, Edição Especial, p. 65-85, 2005
- _____. Heterogeneidade do Desempenho, suas Causas e o Conceito de Vantagem Competitiva: Proposta de uma Métrica. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 8, Edição Especial, p. 107-129, 2004.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. *Corporate Governance and Firm Performance*. Atlanta, United States: University of Georgia, School of Accountancy, 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423>. Acesso em: 15 fev. 2012.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária? Evidências Empíricas do Mercado Brasileiro. *REGE - Revista de Gestão*, São Paulo, v. 17, n. 2, p. 189-208, abr./jun. 2010.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Arcabouço Teórico para os Estudos de Governança Corporativa: Os Pressupostos Subjacentes à Teoria da Agência. *REGE - Revista de Gestão*, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 1-10, set. 2008.
- _____. Reflexões sobre as Funções da Governança Corporativa. *REGE – Revista de Gestão*, São Paulo: Universidade de São Paulo, v. 13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.
- DE CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 1, p. 20-35, 2011.
- DOMENEGHETTI, D.; MEIR, R. *Ativos intangíveis: como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para sua empresa*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- DURNEV, A.; KIM, E. H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>>.
- FAVERO, L. P.; CHAN, B. L.; SILVA F. L.; BELFIORE, P. P. *Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. Alinhando Estratégia e Competência. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, v. 44, n. 1, p. 44-57, jan./mar. 2004.
- _____. Construindo o Conceito de Competência. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 5, Ed. Especial, p. 183-196, 2002.
- FOSS, K.; FOSS, N. J. Resources and transaction costs: how property rights economics furthers the

- resource-based view. *Strategic Management Journal*, v. 26, n. 6, p. 541-553, 2005. <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.465>>.
- GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. 10. ed. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.
- GOLDSZMIDT, R. G. B.; BRITO, L. A.; VASCONCELOS, F. C. Country Effect on Firm Performance: A Multinível Approach. *Journal of Business Research*, v. 64, n. 3, p. 273-279, Mar. 2011. <[doi 10.1016/j.jbusres.2009.11.012](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.012)>.
- _____. O Efeito País sobre o Desempenho da Firma: Uma Abordagem Multinível. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, v. 47, n. 4, p. 12-25, out./dez. 2007.
- HAIR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. *Análise Multivariada de Dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAWAWINI, G.; SUBRAMANIAN, V.; VERDIN, P. Is performance driven by industry – or firm – specific factors? A new look at the evidence. *Strategic Management Journal*, v. 24, n. 1, p. 1-16, 2003. <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.278>>.
- HOUGH, J. R. Business segment performance redux: a multilevel approach. *Strategic Management Journal*, v. 27, n. 1, p. 45-61, 2006. <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.498>>.
- KAYO, E. K.; KIMURA, H.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 10, n. 3, p. 73-90, jul./set. 2006.
- KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004. <[http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)>.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHO-DA-SILVA, A. L. *Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)*. Washington: Inter-American Development Bank Working Paper, 2005.
- LEV, Baruch. *Intangibles: management, measurement, and reporting*. Washington: Brookings, 2001.
- MCGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*, v. 18, Summer Special Issue, p. 15-30, 1997.
- _____. What do we know about variance in accounting profitability? *Management Science*, v. 48, n. 7, p. 834-851, 2002.
- MINTZBERG, H. The Fall and Rise of Strategic Planning. *Harvard Business Review*, v. 72, n. 1, p. 107-114, Jan./Feb. 1994.
- MISANGYI, V. F.; ELMS, H.; GRECKHAMER, T.; LEPINE, J. A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects. *Strategic Management Journal*, v. 27, n. 6, p. 571-590, 2006. <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.530>>.
- NEELY, Andy. *Avaliação do Desempenho das Empresas*. Porquê, o quê e como. Trad. Isabel Dantas. Lisboa: Ed. Caminho, 2002.
- PRAHALAD, C. K.; HAMEL, Gary. The core competence of the corporation. *Harvard Business Review*, v. 68, n. 3, p. 79-91, 1990.
- ROBERQUEST, J. A.; PHILLIPS, R. L.; WESTFALL, P. A. Market vs. Management: What driver profitability? *Strategic Management Journal*, v. 17, n. 8, p. 653-664, 1996. <[http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)10970266\(199610\)17:8<653::AID-SMJ840>3.0.CO;2-O](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)10970266(199610)17:8<653::AID-SMJ840>3.0.CO;2-O)>.
- RUMELT, R. P. How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, v. 12, n. 2, p. 167-185, 1991. <<http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250120302>>.
- SANCHEZ, R.; HEENE, A. A systems view of the firm in competence-based competition. In: SANCHEZ, R.; HEENE, A.; THOMAS, H. (Eds.). *Dynamics of Competence-Based Competition: Theory and Practice in the New Strategic Management*. Oxford: Elsevier Pergamon, 1996.

SCHMALENSEE, R. Do markets differ much? *The American Economic Review*, v. 75, n. 3, p. 341-351, 1985.

SHORT, J. C.; KETCHEN JR., D. J.; BENNETT, N.; DU TOIT, M. An examination of firm, industry, and time effects on performance using random coefficients modeling. *Organizational Research Methods*, v. 9, n. 3, p. 259-284, 2006. <<http://dx.doi.org/10.1177/1094428106287572>>.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS COMPLEMENTARES

BOLSA DE MERCADORIAS E FUTURO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 15 jun. 2010.

ECONOMÁTICA. Disponível em: <<http://www.economica.com.pt>>. Acesso em: 18 jan. 2011.

Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

VASCONCELOS, F. C.; CYRINO, A. B. Vantagem Competitiva: Os Modelos Teóricos Atuais e a Convergência entre Estratégia e Teoria Organizacional. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, São Paulo, v. 40, n. 4, p. 20-37, out./dez. 2000.

ZARIFIAN, P. *Objetivo Competência*. Por uma Nova Lógica. São Paulo: Atlas, 2001.