

5º lugar - 19ª edição do Prêmio Contador Geraldo De La Rocque 2018

Desempenho e Governança Corporativa: Uma Análise Econômico-Financeira das empresas que aderiram ao segmento “Bovespa Mais” da B3 S.A

Performance and Corporate Governance: An Economic and Financial Analysis of the companies that joined B3's S.A. “Bovespa Mais” Segment

Artigo recebido : 15/08/2018 e aceito: 26/09/2018

Diogo Di Mambro Oliveira

Belo Horizonte – MG

CRCMG 120769/O-3

Graduação pela UFMG¹

diogodimambro@hotmail.com

Resumo

Toda empresa, para gerir o seu negócio, necessita de investimentos, seja por meio de capital próprio ou de terceiros, formando assim a sua estrutura de capital. Algumas captações de recursos só são possíveis pela adesão ao mercado de capitais. Visando fortalecer a cultura das empresas brasileiras no mercado de capitais, e buscando dar esse acesso a empresas de pequeno e médio porte, a B3 S.A criou um segmento denominado Bovespa Mais, em seus níveis 1 e 2. O Bovespa Mais tem como exigência a alta governança corporativa, e como característica permite que as empresas listadas não abram seu capital imediatamente, tendo até o sétimo ano de listagem para isso. O presente estudo buscou verificar se a visibilidade adquirida pela adesão à bolsa de valores por meio do Bovespa Mais, e principalmente, se a governança corporativa exigida trouxeram melhoras no desempenho econômico-financeiro de uma amostra formada por nove empresas listadas no Bovespa Mais que não haviam realizado uma oferta pública de ações. Foram calculados seis índices contábeis das empresas componentes da amostra, a saber: Liquidez Corrente, Liquidez Geral, Participação de Dívidas de Curto Prazo, Participações de Capitais de Terceiros, Margem Lajida e ROE, em uma janela temporal de cinco anos, sendo eles: dois anos antes da listagem, o ano de adesão ao segmento, e dois anos após a listagem. Observou-se que a liquidez das empresas caiu, o endividamento de curto prazo aumentou, a participação de capitais de terceiros diminuiu sensivelmente, a Margem Lajida aumentou sensivelmente e o ROE diminuiu. No geral, não foi possível constatar um impacto nas empresas vindo da visibilidade da bolsa de valores e da prática da governança corporativa, considerando que não houve um comportamento padrão nos índices, e nem uma melhora dos mesmos nas empresas analisadas, comparando antes e após a adesão ao segmento Bovespa Mais.

Palavras-chave: Desempenho econômico-financeiro. Índices Contábeis. Bovespa Mais.

Abstract

Every company to manage its business needs investments, being they third-party capital or its own, thus forming its capital structure. Some of these resources are only possible to gather through adhesion to the capital market. In order to strengthen the culture of Brazilian companies, being them small or not, in the capital markets, B3's S.A. has created a segment called Bovespa Mais, in its levels 1 and 2. Bovespa Mais has a high degree of corporate management, and as a feature allows listed companies not to open their capital immediately, taking up the seventh year listing for this. The present study sought to verify if the visibility acquired by the adhesion to the stock exchange through Bovespa Mais, especially concerning corporate management required in this segment, as also if it brought improvements in the economic-financial performance of 9 companies listed on Bovespa Mais that had not performed a public offering of shares. Six economic indicators of some sample companies were calculated, being Current Liquidity, General Liquidity, Short-Term Debt Participation, Third-Party Equity, Ebitda Margin and ROE, in a 5-year time period, being them: Two years before listing, The year of adherence to the segment, and two years after listing. It was observed that the liquidity of the companies fell, the short-term indebtedness increased, the participation of third-party capital decreased significantly, the Margin Lajida increased significantly, and the ROE decreased. In general, it was not possible to see an impact on the companies concerning the visibility of the stock exchange and the practice of corporate governance, considering that there was no standard behavior in the indicators, nor an improvement of the same in the companies analyzed, comparing before and after adhesion to the Bovespa Mais segment.

Keywords: Economic and financial performance. Accounting Indices. Bovespa Mais.

1 INTRODUÇÃO

Dentre os principais desafios e objetivos das empresas brasileiras e do mundo, está o de encontrar a melhor forma de financiar suas operações visando a continuidade e o crescimento da entidade. Matarazzo (2007) afirma que mui-

¹ UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais - Belo Horizonte - MG, 31270-901

tas empresas foram à falência por não conseguirem efetuar os investimentos necessários através de financiamentos com prazo e encargos compatíveis à capacidade de pagamento das mesmas. Conforme instruído por Assaf Neto (2006), o financiamento de uma empresa pode ser originado de recursos próprios e de credores. Define Vieira (2008) que, em função de decisões estratégicas empresariais fundamentadas nas condições do mercado financeiro e de capitais, o financiamento tomado resultará em uma composição de recursos obtidos denominada "estrutura de capital".

Buscando dar mais visibilidade às empresas de pequeno e médio portes¹, bem como opções à composição de estrutura de capital, e fortalecer a cultura das empresas brasileiras em captar recursos no mercado de capitais, a B3 criou um segmento especial de listagem, denominado Bovespa Mais, dividido em nível 1 e nível 2 - iniciados em 2005 e 2014, respectivamente - voltados à adesão de empresas de menor porte de pretensões expansionistas, com potencial de crescimento e geração de valor. O segmento foi elaborado seguindo os mesmos princípios de governança corporativa do Novo Mercado, outro segmento especial da bolsa de valores brasileira, porém com requisitos de listagem diferenciados (B3, 2017).

Explicitamente, o segmento Bovespa Mais exige das empresas a prática da governança corporativa e de *compliance*², e tal exigência enseja esforços e investimentos para o seu cumprimento, e até mesmo uma mudança cultural nas corporações. O conceito de Governança Corporativa pode ser aplicado tanto na transparência em que a organização é gerida, como na sua responsabilidade perante a sociedade, ou seja, é um sistema de valores comprometido com a regência da empresa em todas as suas relações, sejam elas internas ou externas (ASSAF NETO, 2006). De acordo com Tavares Filho (2006), a governança corporativa é uma ferramenta que permite que aplicadores de recursos financeiros assegurem do retorno que terão ao investir em uma empresa, além de ser capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro de uma entidade.

O desempenho econômico-financeiro de uma entidade pode ser medido por meio dos índices contábeis extraídos de suas demonstrações financeiras. Marion (2002) ressalta que os índices econômico-financeiros podem ser visualizados através de três vertentes, uma responsável pela análise da situação financeira da empresa, outra inferindo sobre o endividamento e, por fim, a avaliação do cenário econômico da corporação, sendo todos obtidos por intermédio dos demonstrativos contábeis. Para Borsato, Pimenta e Lemes (2009), as demonstrações contábeis podem ser entendidas como um aglomerado, conjunto de dados, que deve ser veiculado como uma forma de prestação de contas aos inte-

ressados que se relacionam com a organização, tais como os sócios e a sociedade.

Silveira (2005) inferiu que as entidades que detêm uma governança corporativa em consonância com as práticas recomendadas pelos agentes de mercado auferem melhores resultados e são mais bem avaliadas do que empresas que não possuem a mesma adequação. Lima *et al.* (2015) concluíram empiricamente que empresas com maior nível de governança corporativa demonstraram melhor desempenho econômico.

Considerando a relação formulada entre governança corporativa e desempenho empresarial, ante todos os desafios para se criar visibilidade a uma empresa e obter financiamentos, o presente estudo enfoca como questão de pesquisa: *Qual o comportamento do resultado econômico, financeiro, da liquidez, do endividamento e da estrutura de capital, das empresas listadas no segmento Bovespa Mais Níveis 1 e 2 que não fizeram uma oferta pública de ações?* Desta forma, tem-se como objetivo avaliar se a exposição na bolsa de valores repercute positivamente na situação econômico-financeira destas organizações empresariais.

Estudos já evidenciaram que, quando a prática da alta governança corporativa é instituída, principalmente através de adesão a segmentos de bolsas de valores, o resultado econômico e a liquidez das corporações melhoram (MACEDO; CORRAR, 2009; PROCIANOY; VERDI, 2009). Sendo assim, o presente trabalho busca medir se tal relação é observada em empresas com alta governança corporativa ligada a segmentos da bolsa de valores que não fizeram uma oferta pública de ações, sendo este um diferencial, contribuindo com assunto de tamanha relevância. Insta salientar que contadores, *controllers*, administradores, pesquisadores e docentes das áreas de contabilidade e finanças podem constatar pertinência no presente estudo pelo fato de o mesmo empenhar-se em demonstrar a importância da transparência em relatórios financeiros e contábeis, e a divulgação dos mesmos, contribuindo para a valorização da profissão contábil.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

Ao analisar o significado de Governança Corporativa, Rosenau (2000) conceitua que governança implica mecanismos informais que induzem pessoas e organizações, dentro de suas respectivas áreas de atuação, a terem uma determinada conduta. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2017) define que Governança Corporativa constitui-se de práticas e relacionamentos entre acionistas,

¹ Para uma empresa ser considerada de pequeno porte, ela deve ter uma receita operacional bruta anual maior que R\$ 360.000,00 e menor ou igual a R\$ 3,6 milhões, e uma média empresa deve ter uma receita anual maior o que R\$ 3,6 milhões, e menor ou igual a R\$ 300 milhões (BNDES, 2017).

² O termo *compliance* resume-se em um conjunto de procedimentos de fiscalização, ética corporativa e auditoria, visando o cumprimento de regras. Ou seja, significa cumprir e obedecer normas (GÓIS, 2014).

diretoria, conselho administrativo, conselho fiscal e auditoria independente, com o objetivo de facilitar o acesso ao capital e otimizar os números de desempenho da empresa, contribuindo com a qualidade da gestão da companhia, sua longevidade e o bem comum.

Lodi (2000) diz que a prática de *disclosure*, que se traduz na evidenciação contábil com dados corretos, não enviesados e confiáveis, é um dos quatro pilares principais de governança corporativa, à medida que *fairness* - senso de justiça e equidade com acionistas minoritários -, *accountability* - responsabilidade dos que prestam conta de suas decisões - e *compliance* - cumprimento de normas e legislações - são os outros três sustentáculos da concepção.

2.2 Índices Contábeis

Quanto aos índices financeiros, Matarazzo (2007) diz que o índice é a relação entre uma determinada conta, ou um grupo de contas, das demonstrações contábeis, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma entidade empresarial. Assaf Neto (2006) afirma que os indicadores contábeis relacionam os elementos das demonstrações financeiras, de forma que seja possível extrair conclusões sobre a situação da organização, e ainda esclarece que componentes que exercem influências nos índices contábeis podem ser decompostos, gerando um diagrama de índices.

Os índices de liquidez avaliam a capacidade da empresa em realizar seus ativos e saldar seus compromissos, considerando prazos imediatos, de curtos ou longos prazos, e alguns exemplos são: Liquidez Corrente, Liquidez Geral, Liquidez Seca e Liquidez Imediata (MARION, 2002).

Uma parte da doutrina destinada ao estudo dos índices contábeis se dedica aos indicadores das fontes de capital de uma companhia. Endividamento, Dependência Financeira e Grau de Imobilização dos Capitais Permanentes são alguns índices relativos às fontes de recursos, conforme esclarece Assaf Neto (2006).

Relativamente aos índices de lucratividade e rentabilidade, Padoveze (2012) expende que é importante diferenciar lucratividade de rentabilidade, pois a primeira é uma relação do lucro com a receita de vendas, enquanto a rentabilidade associa o lucro com o investimento realizado. É devido salientar que os índices de lucratividade, conjuntamente aos índices de rentabilidade, são denominados índices de retorno. Giro do Ativo, Margem Bruta, Margem Líquida, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido são alguns indicadores de retorno (SILVA, 2008).

Ludicibus (2007), em sua obra, ainda cita outros indicadores para uma análise completa das demonstrações. O Lajida (EBITDA), por exemplo, é um índice que está sendo amplamente utilizado pelas companhias, principalmente as de capital aberto, para informar o lucro operacional antes do resultado financeiro, impostos, depreciação e amortização (MACEDO *et al* 2012).

3. METODOLOGIA

Segundo Gil (1999), uma pesquisa descritiva associa variáveis e busca descrever as características de um fenômeno ou de uma população, sendo esta uma pesquisa descritiva quanto a objetivos

Observando os comentários de Raupp e Beuren (2008), a pesquisa documental se utiliza de documentos idôneos, científicos e legítimos. Exposto isso, é consumado que o trabalho ora elaborado se trata de uma pesquisa documental em termos de procedimentos.

Fonseca (2002) salienta que os resultados da pesquisa quantitativa podem ser mensurados e que se trata de uma análise de dados obtidos por meio de técnicas neutras. Tal pesquisa é centrada na objetividade e positivismo, pois, através de sua linguagem matemática, que descreve as causas de um fenômeno e cria relações entre variáveis, considera que é realidade apenas aquilo que se pode ser obtido por meio da análise de um conjunto de informações. Conclui-se assim que essa pesquisa, quanto à abordagem do problema, é quantitativa.

Os dados do estudo foram coletados na página eletrônica da B3 (2017), em que são divulgadas todas as demonstrações financeiras das empresas listadas na bolsa de valores, inclusive de anos anteriores à listagem e em quaisquer segmentos.

De acordo com o exposto anteriormente, o estudo se baseou nas empresas listadas no segmento especial de listagem denominado Bovespa Mais, níveis 1 e 2. Por ter como objetivo a verificação de possíveis impactos nos índices econômicos das empresas pertencentes ao segmento estudado, e pelo fato de tais empresas ganharem visibilidade e praticarem uma governança corporativa de alto padrão ao se listarem, não se considerou as empresas que já abriram seu capital, pois este evento traz uma dinâmica de negociações, especulação e captação que não se pretendeu avaliar, além de a característica de não possuir capital aberto ser uma diferenciação em relação a outros segmentos da B3. Outro ponto que merece realce é o de que as entidades que são um grupo de empresas tiveram seus demonstrativos consolidados analisados, e não as demonstrações financeiras individuais, de acordo com o divulgado na bolsa de valores.

Considerando que a Demonstração do Resultado do Exercício e o Balanço Patrimonial são base de informação para a elaboração de todos os outros demonstrativos contábeis, logo foram apenas estas as demonstrações financeiras analisadas. Escolhidas as empresas e os demonstrativos, no que tange à janela temporal, foram analisados os dois primeiros exercícios sociais imediatamente anteriores ao exercício anual de adesão ao segmento, o próprio exercício de entrada na bolsa de valores, e os dois exercícios posteriores ao ato de adesão, desde que a empresa tenha continuado no segmento nestes exercícios sociais. Foram retiradas da amostra as empresas que entraram no segmento nos anos

de 2016 e 2017, por não possuírem relatórios nos dois anos seguintes à adesão em 2017, ano deste estudo. Carece de exposição o fato de que os anos analisados podem ser diferentes para cada empresa, e uma limitação da amostra é em relação às empresas que aderiram ao segmento em 2015 possuírem as demonstrações financeiras apenas do primeiro semestre de 2017 até a data deste trabalho, sendo esteo segundo ano de listagem considerado na janela temporal. Com o propósito de observar a alteração nos índices econômicos das empresas componentes da amostra, foi proposta uma análise da forma mais abrangente possível da situação econômica e patrimonial das empresas, calculando-se liquidez, estrutura de capital e endividamento, lucratividade e rentabilidade.

Para avaliar a liquidez das empresas, foram escolhidos os índices de Liquidez Corrente e de Liquidez Geral, sendo os mesmos escolhidos por Camargos e Barbosa (2005) na avaliação de empresas que fizeram combinações de negócio entre os anos de 1995 e 1999.

A fim de se analisar a composição das dívidas quanto ao prazo e de apreciar o quanto a empresa utiliza de capital de terceiros em detrimento do capital próprio, optou-se por utilizar os índices contábeis: Participação de Dívidas de Curto Prazo e Participação de Capitais de Terceiros. Ambos os índices supracitados foram utilizados por Prociány e Schnorrenberger (2004), ao estudarem a influência do controle acionário, e de variáveis relativas à lucratividade, tamanho, ano e setor de atuação, em decisões tomadas sobre a estrutura de capital das empresas.

Conjugadamente ao propósito de relacionar lucratividade e geração de caixa, decidiu-se por analisar a Margem Lajida (Ebitda) das empresas. Macedo *et al* (2012) concluíram que o Lajida sempre aparece como uma informação relevante quando se busca analisar o desempenho de uma empresa. Além da Margem Lajida, será analisado o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido, utilizado por Fernandes, Dias e Cunha (2010), sendo uma das justificativas a importância que este índice tem para os analistas financeiros por informar a rentabilidade sobre os recursos dos acionistas em relação aos recursos totais da empresa, sendo chamado, neste trabalho, pela sua sigla em inglês, ROE (*return on equity*).

As empresas selecionadas, relacionadas ao nível Bovespa Mais e ao ano de entrada no segmento, que foram estudadas neste trabalho, são as apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1: Ano de entrada no segmento Bovespa Mais de empresas da amostra

EMPRESA	NÍVEL	ANO DE LISTAGEM
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	2	2013
BR HOME CENTERS S.A.	1	2015
FORNO DE MINAS ALIMENTOS S.A.	1	2015
IGUA SANEAMENTO S.A.	1	2013
MAESTRO LOCADORA DE VEICULOS S.A.	1	2015
NORTEC QUÍMICA S.A.	1	2013
PRATICA PARTICIPACOES S.A.	2	2015
QUALITY SOFTWARE S.A.	1	2013
STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.	1	2011

Fonte: O próprio autor baseado em informações da B3.

Quadro 2: Fórmulas dos Índices Contábeis utilizados

Índice Contábil	Fórmula	Interpretação
Liquidez Corrente	$LC = \frac{\text{AtivoCirculante}}{\text{PassivoCirculante}}$	Quanto maior, melhor.
Liquidez Geral	$LG = \frac{\text{AtivoCirculante} + \text{ARLP}^1}{\text{PassivoCirculante} + \text{ELP}^2}$	Quanto maior, melhor.
Participação de Dívidas de Curto Prazo	$PDCP = \frac{\text{PassivoCirculante}}{\text{ExigívelTotal}^3}$	Quanto maior, pior.
Participação de Capitais de Terceiros	$PCT = \frac{\text{ExigívelTotal}}{\text{ExigívelTotal} + \text{PL}^4}$	Quanto maior, pior.
Margem Lajida	$ML = \frac{\text{Lajida}^5}{\text{ReceitaLíquida}} \times 100$	Quanto maior, melhor.
ROE	$ROE = \frac{\text{LucroLíquido}}{\text{PLMédio}^6} \times 100$	Quanto maior, melhor.

Fonte: Compilado de Iudícibus (2007), Fernandes, Dias e Cunha (2010), Assaf Neto (2006), e Camargos e Barbosa (2005).

³ A Altus Sistema de Automação S/A entrou no Bovespa Mais Nível 1 em 2013, único existente naquele ano, e migrou para o Bovespa mais Nível 2 em 2015.

⁴ Ativo Realizável a Longo Prazo.

⁵ Exigível a Longo Prazo.

⁶ Passivo Circulante + Passivo Não Circulante.

⁷ Patrimônio Líquido.

⁸ O Lajida é o lucro líquido antes do resultado financeiro, dos tributos sobre o lucro, e da depreciação, amortização e exaustão.

⁹ PL Inicial + PL Final do período, sendo o resultado dividido por 2.

Depois de realizados os cálculos dos índices econômicos, foram utilizadas estatísticas descritivas para se analisar o resultado das possíveis alterações dos índices financeiros das empresas estudadas, em forma de conjunto de dados.

As estatísticas descritivas aplicadas serão a Média Aritmética, que é o centro da massa de um conjunto de dados, em que a norma de formação é dada por uma Progressão Aritmética; Máximos e Mínimos, que são os valores máximos e mínimos encontrados em um conjunto de dados; o Desvio Padrão, que é uma medida de dispersão dos dados em relação a uma medida de centro; o Coeficiente de Variação, que busca relacionar uma medida de dispersão com outra de centro, demonstrando a variabilidade dos dados, todas conforme Milone (2004); e a mediana, que é o número central em dados organizados de forma ascendente ou descendente (MCCLAVE, BENSON, e SINCICH, 2009).

4. RESULTADOS

4.1 Liquidez Corrente

Verificou-se que a média da liquidez corrente das empresas ao longo dos anos permaneceu acima de um durante o período observado. Esse fato indica que, analisadas em conjunto, as empresas conseguiriam arcar com seus compromissos de curto prazo, liquidando seus ativos de curto prazo. Percebeu-se que, no ano de entrada no segmento, a média da liquidez corrente das empresas obteve aumento, porém, nos anos seguintes, correspondentes à listagem na bolsa de valores, ocorreram decréscimos seguidos, inclusive acarretando queda no índice na comparação com os exercícios das extremidades da janela temporal analisada.

Pode-se dizer que os pontos de máximo estão muito longe da maioria dos outros dados da amostra, pois observa-se que as médias, as medianas, e os pontos de mínimo se aproximam mais uns dos outros do que dos pontos de máximo, o que também demonstra que poucas empresas apresentam valores muito altos de liquidez corrente. O coeficiente de variação deixa claro uma grande heterogeneidade na amostra, pois o menor valor verificado deste coeficiente nos anos analisados foi de 75%, demonstrando uma grande variabilidade nos dados.

Tabela 1: Estatísticas descritivas: Liquidez Corrente

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	1,34	1,41	1,57	1,56	1,09
DESV. PAD. ¹⁰	1,06	1,06	1,34	1,21	0,75
CV ¹¹	0,79	0,75	0,86	0,78	0,68
MÁXIMO	3,88	3,77	4,76	4,31	2,95
MEDIANA	0,92	1,04	1,19	1,08	0,83
MÍNIMO	0,53	0,54	0,32	0,60	0,38

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹⁰ Desvio Padrão.

¹¹ Coeficiente de Variação.

4.2 Liquidez Geral

Conforme observado na Tabela 2, a média da liquidez geral das empresas se manteve próxima de 1, sendo que nos quatro primeiros anos analisados as empresas conseguiriam arcar com seus compromissos de longo prazo, analisadas em conjunto, sem necessariamente liquidar seus investimentos, imobilizados e intangíveis. Assim como a liquidez corrente, por meio da média notou-se que os dois anos das extremidades da janela temporal sugerem um decréscimo no índice, permitindo inferir que houve uma diminuição da liquidez geral da amostra. Tal diminuição também é observada se comparado o ano de entrada com o 2º ano de listagem.

Houve uma diferença considerável nos pontos de máximo e mínimo da amostra na análise da liquidez geral, estando a mediana menos afastada dos pontos de mínimo, e próxima da média nos anos verificados, inferindo que, neste índice, assim como na liquidez corrente, poucas empresas tiveram valores bem acima da média.

O coeficiente de variação, devido aos valores encontrados, novamente mostrou uma variabilidade considerável nos dados analisados. Comparando o ano de entrada com o segundo ano de listagem, percebeu-se que o coeficiente de variação caiu bruscamente. Esse dado, quando analisado com o retrocesso da média, da mediana, do ponto de máximo e um aumento no ponto de mínimo, indica que os índices acima da mediana retroagiram mais em pontos percentuais do que ocorreu de variação positiva na amostra.

Tabela 2: Estatísticas descritivas: Liquidez Geral

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	1,00	1,10	1,07	1,20	0,94
DESV. PAD.	0,67	0,78	0,77	0,69	0,49
CV	0,66	0,70	0,72	0,58	0,53
MÁXIMO	2,50	2,82	2,90	2,40	1,77
MEDIANA	0,99	0,96	0,90	0,91	0,81
MÍNIMO	0,12	0,25	0,17	0,29	0,24

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.3 Participação de Dívidas de Curto Prazo

Assim como os dois índices anteriores, não houve uma redução na média da Participação de Dívidas de Curto Prazo, de acordo com o observado na Tabela 3, ou seja: um comportamento regular durante a janela temporal não foi auferido, mas permite-se salientar que houve um aumento do financiamento de curto prazo das empresas na comparação do primeiro com o último ano analisado, de forma que 57% das dívidas das entidades têm sua exigibilidade no ano seguinte ao da data de encerramento do último exercício social da amostra.

No tocante ao endividamento de curto prazo, quando os anos da extremidade da janela temporal são analisados,

três empresas conseguiram diminuir esse índice. Fazendo a complementação, outras cinco empresas que fazem parte da amostra obtiveram um aumento nos valores, o que, no geral da amostra, traduz-se em um acréscimo de 4% na média do índice nos anos analisados (a empresa Igua Saneamento S.A. não obteve variação entre os exercícios das extremidades da janela temporal). Comparando o ano de entrada no segmento com o último ano analisado, apenas três empresas também diminuíram o endividamento de curto prazo em relação ao endividamento total. É importante salientar que este índice, conforme Quadro 2 do presente estudo, deve ser sempre menor, de forma que as empresas alonguem sua dívida.

Tabela 3: Estatísticas descritivas: Participação de Dívidas de Curto Prazo

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	0,53	0,58	0,51	0,55	0,57
DESV. PAD.	0,24	0,20	0,17	0,23	0,24
CV	0,44	0,35	0,32	0,41	0,43
MÁXIMO	0,83	0,75	0,74	0,84	0,89
MEDIANA	0,60	0,66	0,52	0,55	0,59
MÍNIMO	0,17	0,21	0,29	0,23	0,20

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.4 Participação de Capitais de Terceiros

A Participação de Capitais de Terceiros é interpretada a partir da premissa de que, quanto maior, pior; e, como se pode ver na Tabela 4, a média desse índice diminuiu em 2% ao longo dos anos analisados, apresentando uma melhora nas empresas em conjunto. Separadamente, quatro empresas diminuíram esse índice, comparando tanto o primeiro ano da amostra quanto o ano de entrada no segmento, como segundo ano de listagem, concomitantemente.

Ainda que os pontos de máximo e mínimo sejam bastante longínquos, o coeficiente de variação foi menor se comparado aos índices analisados anteriormente nesta seção, mesmo que esteja alto ou muito alto ao longo dos exercícios analisados, conforme classificação de Gomes (1985). O

presente indicador tem como fator importante a análise de seu valor, em percentual, e se ele está acima ou abaixo de 50%, indicando o principal tipo de financiamento da empresa, e a verificação de que a mediana e a média estão acima deste percentual, bem como sua maior proximidade com os valores de máximo do que com o de mínimo, reforçam o pensamento de preponderância de participação de capitais de terceiros nas entidades.

Em geral, existe uma dependência do mercado financeiro, pois em todos os exercícios somente uma ou duas empresas possuíam índice abaixo de 50%. A dependência do mercado financeiro tem fundamentação na circunstância das empresas, porque nenhuma delas, nos exercícios sociais estudados neste trabalho, havia realizado uma oferta pública de ações.

Tabela 4: Estatísticas descritivas: Participação de Capitais de Terceiros

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	0,72	0,65	0,68	0,65	0,70
DESV. PAD.	0,18	0,20	0,20	0,24	0,20
CV	0,25	0,31	0,29	0,37	0,28
MÁXIMO	0,90	0,86	0,90	1,01	1,02
MEDIANA	0,80	0,76	0,66	0,61	0,70
MÍNIMO	0,31	0,28	0,27	0,31	0,39

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.5 Margem Lajida

Houve uma limitação na amostra da Margem Lajida, que correspondeu ao índice do primeiro ano observado, mais especificamente no indicador calculado da empresa Prática Participações S.A., pois não foi possível encontrar a depreciação no exercício. Logo, a empresa foi retirada da compilação de dados do segundo ano anterior à entrada no Bovespa Mais.

Analisando as médias apresentadas, observou-se um decréscimo no ano de entrada na segmentação das corporações no Bovespa Mais; no primeiro ano de listagem, um aumento de 5%; e, por fim, uma diminuição novamente, porém não ultrapassando a limitrofe inferior da janela temporal de verificação (ano de entrada), e o indicador de dois anos antes da listagem (primeiro ano da amostra).

Em apenas um exercício analisado, o desvio padrão não foi maior ou igual à média, fazendo com que o coeficiente de variação indicasse uma alta dispersão dos dados, permitindo a conclusão de que as empresas da amostra apre-

sentaram resultados operacionais, em termos percentuais da receita líquida, muito diversos. Pôde-se observar que a média e a mediana estão mais próximas dos valores de mínimos do que de máximos (exceto no último ano da janela temporal), o que indica que menos empresas destoaram com valores muito mais altos do que a média.

De acordo com o apresentado na seção 3, a Margem Lajida está estritamente relacionada às atividades operacionais das entidades, e sua apresentação, de acordo com o Quadro 2 do presente estudo, infere que é recomendável que este índice esteja sempre aumentando, afirmando assim que a empresa está obtendo um bom desempenho no desenvolvimento de sua atividade-fim. Logo, se mesmo sendo retirados os efeitos da depreciação, amortização e exaustão do resultado financeiro, e dos tributos sobre o lucro, que de forma generalizada não possuem relação com o negócio da entidade¹², a empresa continuar com o indicador de lucratividade negativo, a forma de atuação da empresa, sua operacionalização e seu próprio negócio devem ser revistos.

Tabela 5: Estatísticas descritivas: Margem Lajida

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	0,18	0,19	0,17	0,22	0,19
DESV. PAD.	0,23	0,20	0,17	0,16	0,22
CV	1,32	1,01	1,03	0,73	1,17
MÁXIMO	0,70	0,64	0,59	0,57	0,64
MEDIANA	0,11	0,13	0,14	0,15	0,24
MÍNIMO	-0,04	0,03	0,03	0,03	-0,15

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.6 ROE

Inicialmente, na análise do ROE, convém expor que a empresa BR Home Centers S/A apresentou valores negativos de patrimônio líquido nos dois anos seguintes à listagem no Bovespa Mais, ao mesmo tempo em que auferiu prejuízo em seu resultado líquido, então, ao ser calculado o ROE verificou-se um valor positivo, que viesaria a análise, por isso tal entidade foi retirada da amostra em que se aplicou o cálculo do retorno sobre o patrimônio líquido. E o cálculo

do primeiro ano da amostra, em relação à empresa Statkraft Energias Renováveis S.A, teve que ser calculado com o denominador, sendo o PL do próprio ano, e não o PL médio, porque não foi possível encontrar suas demonstrações financeiras relativas ao ano de 2008.

A Tabela 6 mostra explicitamente a queda ocorrida no ROE das corporações estudadas, em média, chegando a ficar negativo o retorno dos acionistas sobre seus investimentos. As-

¹² Isso não pode ser regra, pois, dependendo da atividade da empresa, esses dispêndios podem estar ligados ao custo. No entanto, esse viés não foi minimizado na pesquisa devido à dificuldade de se fazer essa separação nas notas explicativas de algumas empresas.

sim como a margem Lajida, o ROE é um indicador de resultado. Mas, comparando os dois índices, nota-se uma diferença, porque enquanto a Margem Lajida discretamente aumenta, o ROE cai bruscamente, e esta particularidade é explicada pelos valores de despesas financeiras que as empresas arcam, fazendo com que a remuneração do capital próprio seja absorvida pelo retorno do capital de terceiros.

Percebeu-se que o coeficiente de variação no segundo ano de listagem esteve negativo. Mas, por ser uma medida

que demonstra percentuais do desvio padrão sobre a média, o sinal da razão indica simplesmente que um dos valores, no caso a média, está negativo, importando na verdade o módulo de seu valor. Entretanto, o coeficiente de variação mostrou extremamente alto neste índice, concomitantemente a uma similaridade da média com a mediana, e um afastamento parecido entre as mesmas, em relação aos pontos de máximo e de mínimo (exceto no 1º ano anterior à entrada no segmento), o que nos mostra que os dados se

encontram muito dispersos, embora exista uma simetria na amostra.

Tabela 6: Estatísticas descritivas: ROE

ESTATÍSTICA	2º ANO ANTERIOR	1º ANO ANTERIOR	ANO DE ENTRADA	1º ANO DE LISTAGEM	2º ANO DE LISTAGEM
MÉDIA	0,06	0,09	0,02	0,14	-0,05
DESV. PAD.	0,16	0,13	0,18	0,14	0,41
CV	2,53	1,43	7,32	1,03	-8,50
MÁXIMO	0,29	0,35	0,31	0,30	0,66
MEDIANA	0,06	0,07	0,03	0,14	-0,02
MÍNIMO	-0,22	-0,07	-0,23	-0,05	-0,65

Fonte: Elaborado pelo autor.

5. CONCLUSÕES

No geral, um índice demonstrou melhora na maioria das empresas, conforme parâmetros do Quadro 2, comparando as extremidades da janela temporal, sendo a Participação de Capitais de Terceiros. Foi verificada muita oscilação durante os exercícios analisados, em todos os índices, sem haver um comportamento padrão devido à entrada no segmento. Quando realizou-se uma comparação do ano de entrada com o segundo ano de listagem, somente o indicador Margem Lajida e o índice Participação de Capitais de Terceiros, novamente, demonstraram melhora, ainda de acordo com os parâmetros do Quadro 2 deste estudo.

Conforme observado, não se pode inferir que a listagem no segmento Bovespa Mais, níveis 1 e 2, devido à sua existência no quesito governança corporativa e à visibilidade que uma bolsa de valores proporciona a uma entidade, tenha efetivamente resultado em melhora no desempenho das

corporações, pois as empresas não apresentaram melhora em liquidez, endividamento e rentabilidade de seus acionistas desde a sua entrada no segmento.

Para estudos futuros, sugere-se a utilização de mais índices, como os de atividade, e que se comparem duas amostras: uma com empresas do segmento, que possivelmente podem ter feito uma oferta pública de ações, e outra com empresas que ainda não a fizeram. Além disso, seria plausível comparar as empresas nos mesmos exercícios sociais, tendo em vista que poucas sociedades aderiram ao segmento até o presente estudo, e, mesmo assim, em anos diversos, não permitindo a eliminação de variáveis ligadas a peculiaridades de cada ano, como a situação econômica do país.

6. REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BM&FBOVESPA S/A. *Folheto informativo sobre o Bovespa Mais*. Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/?tabIndex=3 />. Acesso em: 15 de agosto de 2017.
- BNDES. *Porte de empresa*. Disponível em:<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/porte.html>. Acesso em: 15 ago. 2017.
- BORSATO, J. M. L. S.; PIMENTA, D. P.; LEMES, S. *Uma abordagem comparativa na análise da DOAR e DFC: um estudo de caso na Cia. Vale do Rio Doce*. Revista Contabilidade Vista & Revista, v.20, n.2, p.161-179, 2009.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. D. *Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusão e aquisição do mercado brasileiro ocorrido entre 1995 e 1999*. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 12, n. 2, 2005.
- FERNANDES, Nirlene Aparecida Carneiro; DIAS, Warley de Oliveira; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da. *Governança Corporativa no contexto brasileiro: Um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA*. Organizações em Contexto. A. 6, n. 11, p.22 -44. São Paulo, 2010.
- FONSECA, J. J. S. *Metodologia da pesquisa científica*. Fortaleza: UEC, 2002. Apostila.
- GIL, Antônio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas, 1999.
- GÓIS, Veruska Sayonara de. *A Lei de Compliance e sua Configuração Enquanto Política Pública Regulatória para o Setor Privado Brasileiro*. Revista Controle, v. XII, p. 98-117, 2014.
- GOMES, Frederico Pimentel. *Curso de Estatística Experimental*. 1985. Piracicaba/SP: Nobel, 1985.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 23 set. 2017.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de Balanços*. – 8. Ed. – São Paulo: Atlas, 2007.
- LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira; OLIVEIRA, Francisco Durval; CABRAL, Augusto César de Aquino; SANTOS, Sandra Maria dos; PESSOA, Maria Naiula Monteiro. *Governança Corporativa e Desempenho Econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do Mercado Diferenciado da BM&FBOVESPA*. REGE – Revista de Gestão. V. 22, n. 2, p. 187-204. São Paulo, 2015.
- LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; CORRAR, Luiz João. *Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil*. Revista de Contabilidade e Controladoria – UFPR. V. 4, n. 1, p.42-61. Curitiba, 2012.
- MACEDO, M. A. S., MACHADO, M. R., MURCIA, F. D., & MACHADO, M. A. V. *Análise da relevância do Ebitda versus fluxo de caixa operacional no mercado brasileiro de capitais*. Advances in Scientific and Applied Accounting. V.5(1), pp. 99-130, 2012.
- MARION, José Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial*. 6. Ed. 6. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2007.

MCCLAVE, James T.; BENSON, P. George; SINCICH, Terry. *Estatística para Administração e Economia*. 10. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2009.

MILONE, Giuseppe. *Estatística Geral e Aplicada*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004. PADOVEZE, Clóvis Luís. *Contabilidade Gerencial*. Curitiba; IESDE Brasil S.A, 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luís. *Contabilidade Gerencial*. Curitiba; IESDE Brasil S.A, 2012.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. *Adesão aos Novos Mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências*. Revista Brasileira de Finanças. V 7, n. 1, p.107-136. Porto Alegre, 2009.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORREBERGER, Adalberto. *A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras*. Revista Brasileira de Economia. V.58 no.1 Rio de Janeiro Jan./Mar. 2004.

RAUPP, Fabiano Maury; BEUREN, Ilse Maria. *Como Elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ROSENAU, James N. “Governança, Ordem e Transformação na Política Mundial”. In: Rosenau, James N. e Czempel, Erns- t-Otto. *Governança sem governo: ordem e transformação na política mundial*. Brasília: Ed. Unb e São Paulo: Imprensa Oficial do Estado, 2000. pp. 11-46. SILVA, José Pereira da. *Análise Financeira das Empresas*. 9. Ed. – São Paulo: Atlas, 2008

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul, 2005.

TAVARES FILHO, F. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA*. 2006. Dissertação (Mestrado) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

VIEIRA, Marcos Vilela. *Administração Estratégica do Capital de Giro*. 2. Ed. – São Paulo: Atlas, 2008.