

# **ANÁLISE DE RENTABILIDADE DE EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&F BOVESPA.**

Lucilene Teresa Knapp<sup>1</sup>

Cassiane Oliveira Velho<sup>2</sup>

## **RESUMO**

A adesão às melhores práticas de boa Governança Corporativa tem influência positiva no retorno sobre os ativos de uma empresa, sugerindo que as organizações que aderem tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro. Uma boa estrutura de Governança Corporativa maximiza o valor de uma empresa. Dessa forma, o objetivo deste estudo é verificar a rentabilidade de empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. Os índices de rentabilidade utilizados neste estudo são o 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 BM&F Bovespa e das respectivas companhias. O resultado da análise da amostra objeto do estudo aponta que os fatores representados pelos índices de rentabilidade para a Governança Corporativa são importantes, mas não determinantes na rentabilidade das empresas no período analisado. Pode-se inferir com esses resultados que os investidores no Novo Mercado talvez não tenham a rentabilidade como a sua razão primária para investimento e quem sabe essa possa ser a segurança e a redução de risco nos negócios. Entende-se que este estudo possa contribuir para a melhoria do entendimento dos efeitos contábeis do ingresso de empresas no Novo Mercado.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Indicadores de rentabilidade.

## **ANALYSIS OF COMPANIES INDEX PROFITABILITY IN THE NOVO MERCADO OF CORPORATIVE MANAGEMENT BM&F BOVESPA.**

### **ABSTRACT**

The accession to best practices of better Corporate Management has a profitable return in the assets to the companies, proposing that those institutions tend to have a better financial performance. A health Corporate Management structure maximizes the quality of a company. Thus, this study intent to verify the profitability from the companies of the Novo Mercado of Corporate Management of BM&F Bovespa. The profitability index required in that study are the return on assets (ROA), return on equity (ROE) and return on investment (ROI). The data used to calculate the indexes were draw from the accounting statements of companies that entered to the Novo Mercado segment in 2010, 2011 and 2012, available on the BM&F Bovespa and their company's websites. The analysis result of the sample object from the study, shows that the factor represented of profitability index for the Corporate

---

<sup>1</sup> Graduanda do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (lu.knapp@yahoo.com.br).

<sup>2</sup> Orientadora. Mestra em Engenharia da Produção pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). (cassiane.velho@ufrgs.br).

Management are very important; but not determinants on the profitability from the companies on the analyzed cycle. Is that possible with those results that investors on the Novo Mercado may not have profitability as their primary reason for investment, and who knows this may be the reliability and lower risk into the trades. It means that this study may contribute to improvement and knowledge of the accounting effects of the entry of companies in the Novo Mercado.

**Keywords:** *Profitabilities index, Corporative Management.*

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, as empresas perceberam que para que haja uma confiança maior por parte dos investidores e tornar o negócio mais competitivo, é necessário a adoção de melhores práticas de gestão, principalmente tornar a sua relação com os *stakeholders*<sup>3</sup> mais justa e transparente.

O termo *stakeholders* abrange todos os funcionários, colaboradores, fornecedores, investidores, clientes, governo e todas as instituições que de alguma forma contribuam ou interfiram nas atividades e no resultado de uma empresa ou organização (IBCG, 2014).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2014):

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade”.

Ainda, segundo o IBGC (2010, p. 15), “Os princípios e práticas da boa Governança Corporativa aplicam-se a qualquer tipo de organização, independente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle”.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM – vem, nos últimos anos, divulgando orientações, em forma de cartilha, das boas práticas de Governança, direcionando as empresas que aderem a esse sistema de gestão, a obter maior eficiência, transparência e confiança, tornando-se mais competitivas e melhorando seu desempenho financeiro.

Uma maneira de visualizar esse desempenho é através da análise de indicadores financeiros. Como ensina Gitman (2008, p. 42), “a análise de índices não inclui somente o cálculo de determinado índice. Mais importante do que isso é a interpretação do valor desse

---

<sup>3</sup> Stakeholders – o termo é utilizado quando faz referência a pessoas ou grupos que possuem alguma participação, investimentos, ações ou interesses em determinada empresa ou negócio. A palavra inglesa *stake* pode ser traduzida com o risco, investimento, interesse, participação. Já a palavra *holder* significa arrendatário, detentor, proprietário, ou seja, aquele que possui.

índice”. Dessa forma, entende-se que a análise desses indicadores possibilita ao administrador ou investidor uma visão geral acerca de determinados aspectos de uma organização, podendo ter como resultado uma tomada de decisão mais eficaz.

Diante do exposto, surge a questão que motiva este estudo: Qual a influência na rentabilidade das empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa?

Dessa forma, o objetivo deste estudo é analisar a rentabilidade de empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. Essa análise da rentabilidade foi realizada por meio dos índices de retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno dos investimentos (ROI). Esses índices foram escolhidos em vista do interesse que representam para os investidores.

Este estudo é composto por cinco partes incluindo esta introdução. Na segunda seção, são apresentados os fundamentos teóricos associados à Governança Corporativa e aos índices de rentabilidade. Na terceira seção, são descritos os procedimentos metodológicos utilizados no estudo, explicando a forma de coleta de dados, bem como informações sobre a amostra estudada. Já na quarta seção, efetuou-se a análise das informações coletadas através da aplicação das fórmulas de cálculo dos índices de retorno do ativo, retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre investimentos. Na seção cinco, são apresentadas as principais considerações sobre os resultados obtidos e também recomendações para futuros estudos complementares.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Este tópico é subdividido em três partes, na primeira são abordados alguns tópicos sobre Governança Corporativa. Em seguida abordados fundamentos teóricos sobre índices de rentabilidade, retorno do ativo, retorno sobre investimentos e retorno sobre patrimônio líquido. Por fim, a importância dessa análise com base nos trabalhos já realizados sobre o tema.

### **2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Governança Corporativa pode ser entendida como o exercício da condução de uma entidade sujeita a um conjunto de regras. Existem diversas definições para Governança Corporativa. Segundo Carvalho (2002, p. 1), a “Governança Corporativa é o conjunto de

mecanismos instituídos para fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo”.

Para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2014), “é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam a assegurar que as decisões sejam tomadas em linha com os objetivos de longo prazo das organizações”.

Segundo Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007, p.3),

“O conceito de Governança Corporativa tem se intensificado e adquirido maior importância a partir da década de 90. Essa intensificação deve-se, principalmente, às mudanças como a abertura de mercado, a maior dificuldade de obtenção de financiamento e o aumento da competitividade, que trouxeram a necessidade de acesso das empresas ao mercado de capitais”.

A Governança Corporativa surgiu como uma maneira que os acionistas encontraram de demonstrar as suas intenções e para acabar com o conflito de interesses entre empresa e acionistas. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Governança Corporativa surgiu como forte alternativa desses investidores para se protegerem dos abusos feitos pela administração das empresas, da inércia dos conselhos de administração e das omissões das auditorias externas. Isso despertou a busca por regras e criação de sistemas de monitoramento interno e externo que impedissem esses abusos das empresas perante seus investidores e que pudesse oferecer garantias aos investidores (IBGC, 2010).

Escândalos financeiros, como o de uma grande empresa americana em 2001, que para elevar o valor de suas ações, alterou seus balanços financeiros, causando grande impacto ao mostrar a falta de transparência da empresa para com seus *stakeholders*, gerando desconfiança e insegurança aos investidores na hora de investir, fizeram com que muitos investidores perdessem seus valores monetários investidos (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2002).

Segundo Ventura *et al.* (2012, p. 2),

“As regras contidas nos níveis de Governança Corporativa vão além das exigidas pela Lei das sociedades por Ações. Com isso, elas diminuem o risco dos investidores, devido aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas a uma maior transparência”.

A Governança Corporativa tem por princípios básicos a transparência, pois muito mais do que a obrigação de informar deve ser o desejo das entidades em disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não somente as impostas por disposições de leis ou regulamentos, pois a transparência resulta em maior confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros; equidade, buscando um tratamento justo de todos os sócios e todas as partes interessadas; prestação de contas, os agentes prestam contas de sua atuação, assumindo de forma integral as consequências de seus

atos e omissões; e a responsabilidade Corporativa, pois os agentes devem administrar as organizações de forma sustentável, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC 2014).

Almeida *et al.* (2010) ressalta que as práticas de boa Governança influenciam de forma positiva o retorno sobre os ativos da empresa, sugerindo que empresas com melhores práticas tendem a apresentar melhor desempenho. A Governança Corporativa é uma forma de gestão das organizações, objetivando o melhor relacionamento entre todas as partes envolvidas e seu objetivo principal é o desempenho econômico satisfatório para todos os *stakeholders*.

De acordo com Matarazzo (2010, p. 147), “Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa”.

Através desses índices financeiros é feita uma análise, posteriormente 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.

### 2.1.1 A Governança Corporativa no Brasil

Segundo o IBCG (2014),

“O crescimento econômico do Brasil e a globalização influenciam diretamente o mercado de capitais, aumentando a quantidade de investidores no país. Estes investidores estão interessados nas informações gerais, relatórios contábeis, ética e transparência na gestão empresarial, realização de auditorias, como também a existência dos conselhos fiscal e de administração nas empresas”.

A adesão de uma empresa às práticas diferenciadas da Governança Corporativa é voluntária, ocorrendo através da assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, seus administradores e a Bolsa de Valores de São Paulo - BM&F BOVESPA. Conforme orientação do IBGC (2014), após aderirem a um dos segmentos especiais de listagem, as empresas devem seguir algumas exigências:

a) Nível 1 - a empresa inserida no nível 1, compromete-se a fornecer ao mercado e aos acionistas informações contábeis com maior qualidade, visando sempre atender aos princípios básicos da equidade e transparência.

b) Nível 2 - a empresa que adere ao Nível 2, além de cumprir as exigências contidas no Nível 1, também deverá ampliar os direitos societários dos acionistas minoritários, bem

como aumentar a transparência da organização, divulgando um número maior de informações e com melhor qualidade,

c) Novo Mercado – na adesão ao Novo Mercado, a empresa, além de cumprir as regras contidas nos Níveis 1 e 2, também emitirá apenas ações ordinárias e eliminar as ações preferenciais. As informações das empresas que aderem a esse segmento fornecem informações com maior transparência nas informações, dessa forma proporcionam maior segurança aos seus investidores. É uma forma de reduzir os custos com a captação de recursos (BM&F BOVESPA, 2015).

Uma boa estrutura de Governança Corporativa deve maximizar o valor da empresa.

## 2.2 ÍNDICES DE RENTABILIDADE

Os índices de rentabilidade representam o quanto a empresa lucrou ao investir em determinado negócio. Para Reis (2009, p. 153), “os índices de rentabilidade medem a capacidade de produzir lucro de todo o capital investido nos negócios (próprios e de terceiros)”. De acordo com Assaf Neto (2010), os indicadores do valor econômico sinalizam se as estratégias adotadas pela empresa agregaram valor, reforçando a viabilidade econômica e a continuidade do empreendimento.

Com os índices de rentabilidade pode-se avaliar o desempenho global de uma empresa através da análise das suas taxas de retorno. 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 da lucratividade do negócio (INFOMONEY, 2015).

Os dados para as análises são obtidos dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultados das empresas. Em algumas situações, as notas explicativas também podem ser importantes, quando a empresa 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)

De acordo com Matarazzo (2003), com a análise do índice de retorno do ativo é possível verificar o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu ativo. Pode ser descrito como uma medida do potencial de geração de lucro por parte da empresa.

Para Assaf Neto (2008), calcular o ROA significa encontrar uma taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. O índice encontrado indica o retorno gerado por cada R\$ 1,00 que a empresa investiu.

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2013, p. 68), “O retorno sobre o ativo é uma medida do lucro real em ativos”. Para uma melhor interpretação do ROA, seria importante fazer uma comparação com períodos passados da empresa, a fim de verificar sua evolução ao longo do tempo.

Ainda de acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2013), o índice pode ser definido de diversas maneiras, mas a mais comum é dividindo o lucro líquido pelo ativo total, e quanto maior o resultado do índice, melhor, pois indica a eficiência da empresa na geração de lucros. Logo, o ROA pode ser calculado com equação 1:

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

### 2.2.2 Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)

Segundo Matarazzo (2008), o objetivo de calcular esse índice é 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 medir a capacidade da empresa em agregar valor a si mesma com a utilização de seu próprio capital. 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. Logo, a fórmula para calcular o ROE é a seguinte:

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

De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2013, p. 68), “O retorno sobre o Patrimônio Líquido é uma medida de como foi ao ano para os acionistas”. 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 investimentos que os mesmos fizeram, e o interesse sempre é que seja superior a outras alternativas de aplicação de recursos, pois são feitas comparações desse índice com taxas de rendimento de outros tipos de investimentos como poupança, CDBs, ações de outras empresas, fundos de investimentos, dentre outros.

### 2.2.3 Retorno sobre investimentos (ROI)

Com o índice de retorno sobre investimentos (ROI), é possível relacionar o lucro operacional com os investimentos da empresa, e informar aos financiadores a taxa de retorno obtida pela empresa, tanto para capital próprio ou capital de terceiros. Segundo Assaf Neto (2010), o ROI pode ser utilizado como alternativa ao ROA para avaliação do retorno dos recursos aplicados pelos credores e acionistas na empresa.

A rentabilidade é medida em função dos investimentos. As fontes de financiamento do Ativo são Capital Próprio e Capital de Terceiros. A administração adequada do Ativo proporciona maior retorno da empresa (MARION, 2007).

O interesse dos investidores nesse indicador deve-se ao fato dele utilizar uma combinação de fatores de lucratividade, ou seja, receitas, custos e investimentos, sendo possível a comparação dessa taxa com taxas de retornos de outros investimentos, tanto da própria empresa como de outras.

Segundo Kassai *et al.* (2000, p. 174), “A expressão mais simples de retorno de investimento é a taxa apurada a partir dos dados contábeis”. O ROI pode ser apurado da seguinte forma: divide-se o 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.

$$ROI = \frac{(\text{Lucro}_{\text{Operacional}})}{\text{Investimentos}} \quad \text{Equação (3)}$$



O índice de retorno sobre investimento é de fácil interpretação e é considerado por muitos analistas como a melhor medida de eficiência operacional, pois faz uma relação entre o lucro operacional com o valor do investimento médio, 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).

### 2.3 ESTUDOS RELACIONADOS

Muitos estudos já foram realizados utilizando índices financeiros como forma de avaliar o desempenho econômico das empresas, principalmente naquelas que adotaram as práticas de Governança Corporativa. A Governança Corporativa surgiu como uma ferramenta capaz de transmitir maior transparência e confiabilidade nas informações financeiras que as empresas disponibilizam.

Sobre a Governança Corporativa no mundo, o IBCG (2015) afirma que,

“Não há uma completa convergência sobre a correta aplicação das práticas de Governança nos mercados, entretanto, pode-se afirmar que todos se baseiam nos princípios da transparência, independência e prestação de contas como meio para atrair investimentos aos negócios e ao país”.

O efeito positivo dessa adoção pode ser verificado nos estudos mencionados na sequência.

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 BM&F BOVESPA. 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.

Santos e Pedreira (2004), em seu estudo, analisaram o comportamento dos preços das ações de empresas do setor de celulose e papel, após adesão aos níveis de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA. Verificou-se que há uma tendência à valorização das ações das empresas após adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, pois a existência de ações com direito a voto se torna um incentivo para o acionista controlador na busca pela melhora do desempenho operacional da empresa.

Já Bridger (2006), em seu estudo, fez uma análise sobre a Governança Corporativa e os efeitos da adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa e concluiu que o mercado de capitais brasileiro atribui maior valor as empresas que adotam as mais rígidas

práticas de boa Governança Corporativa, ou seja, aquelas que apresentam uma maior proteção aos acionistas.

Por fim, Neto e Martinez (2001) fizeram uma análise sobre a importância da Governança Corporativa, na gestão das empresas, ao analisar a gestão em uma holding brasileira. O Grupo Orsa, que através de seu fundador e presidente do conselho de administração, implantou um modelo de gestão transparente, focado nos princípios éticos da companhia, englobando os interesses de todas as partes: funcionários, acionistas, governo e comunidade em geral. O estudo concluiu que se uma empresa possuir uma administração competente aliada a uma política de transparência e prestação de contas pode gerar valor e se tornar um diferencial competitivo para a companhia.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A pesquisa realizada, neste estudo, é classificada como quantitativa pela forma de abordagem do problema, pois foram utilizados dados numéricos retirados das demonstrações contábeis das empresas pesquisadas e que, posteriormente, foram 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.

Com base nos procedimentos técnicos utilizados, o 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, o pesquisador não dispõe de controle sobre a variável e não possui nenhuma possibilidade de controle ou de manipulação dos dados, porque os processos que originaram os dados já aconteceram. O que se procura nesse tipo de pesquisa é identificar situações que se desenvolveram naturalmente.

Os dados utilizados foram coletados de 8 (oito) empresas que ingressaram no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa BM&F Bovespa a partir de 2010. Foram verificados cinco anos de demonstrações contábeis e sobre os dados coletados, aplicadas as equações para cálculos dos índices de rentabilidade ROE, ROI e ROA já apresentados na revisão de literatura.

## 4 ANÁLISE DOS DADOS

Nós tópicos a seguir, foram analisados os três índices de rentabilidade escolhidos para este estudo, quais sejam: retorno do ativo, retorno sobre patrimônio líquido e retorno sobre investimentos. 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 BM&F Bovespa.

Na tabela 1, estão listadas as oito empresas selecionadas para este estudo. Foram estudados cinco anos de exercício contábil de cada uma, sendo os dois anos antes do ingresso no segmento Novo Mercado, o ano de ingresso e os dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado. As informações utilizadas foram coletadas das demonstrações financeiras disponibilizadas no site da BM&F Bovespa e das respectivas companhias.

**Tabela 1 - Empresas listadas no Novo Mercado (NM)**

<b>Empresa</b>	<b>Ano de ingresso no NM</b>
Marisa Lojas S.A.	2010
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	2011
Magazine Luiza S.A.	2011
Technos S.A.	2011
T4F Entretenimento S.A.	2011
Cia Locação das Américas S.A.	2012
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	2012
Vigor Alimentos S.A.	2012

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

A seguir, trata-se da análise do estudo.

### 4.1 ANÁLISE DO ÍNDICE RETORNO SOBRE O ATIVO (ROA)

Como já mencionado, o índice de retorno sobre o ativo (ROA) pode ser definido de diversas maneiras, mas foi utilizada a forma comum, ou seja, o quociente entre lucro líquido e ativo total. Na tabela 2 são apresentados os índices ROA calculados, e na tabela 3, a análise horizontal desses índices, tendo como base de comparação o ano de referência (AR), o ano de ingresso.

**Tabela 2 - Índices de retorno sobre o ativo - ROA**

Empresa	Valores do ROA calculados						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Marisa Lojas S.A.	0,0943	0,1393	0,1225	0,0730	0,0942	x	x
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	x	0,2048	0,2407	0,1794	0,1522	0,1571	x
Magazine Luiza S.A.	x	-0,0352	0,0175	0,0024	-0,0016	0,0241	x
Technos S.A.	x	0,1707	0,1652	0,2125	0,1282	0,0596	x
T4F Entretenimento S.A.	x	0,0126	0,0772	0,0906	-0,0064	-0,0217	x
Cia Locação das Américas S.A.	x	x	0,0159	0,0243	0,0031	0,0138	0,0182
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	x	x	0,2530	0,2238	0,1538	0,0534	-0,0096
Vigor Alimentos S.A.	x	x	0,0563	-0,0040	0,0161	0,0073	0,0359

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

Legenda:

Ano em que a empresa ingressou no Novo Mercado.

Os valores da tabela 2 que estão destacados são os do ano de ingresso no Novo Mercado de Governança Corporativa BM&F Bovespa, e serão tomados com os do ano de referência (AR). Para cada empresa são apresentados dados de cinco colunas (cinco anos).

**Tabela 3: Análise Horizontal ROA (em %)**

Empresa	AR-2	AR-1	AR	AR+1	AR+2
Marisa Lojas S.A.	106,63	101,68	100	95,05	97,17
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	102,54	106,12	100	97,28	97,77
Magazine Luiza S.A.	96,24	101,51	100	99,60	102,18
Technos S.A.	95,83	95,27	100	91,57	84,71
T4F Entretenimento S.A.	92,20	98,65	100	90,30	88,77
Cia Locação das Américas S.A.	101,28	102,11	100	101,07	101,50
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	109,92	107,01	100	89,96	83,66
Vigor Alimentos S.A.	104,02	97,99	100	99,13	101,98

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

Onde,

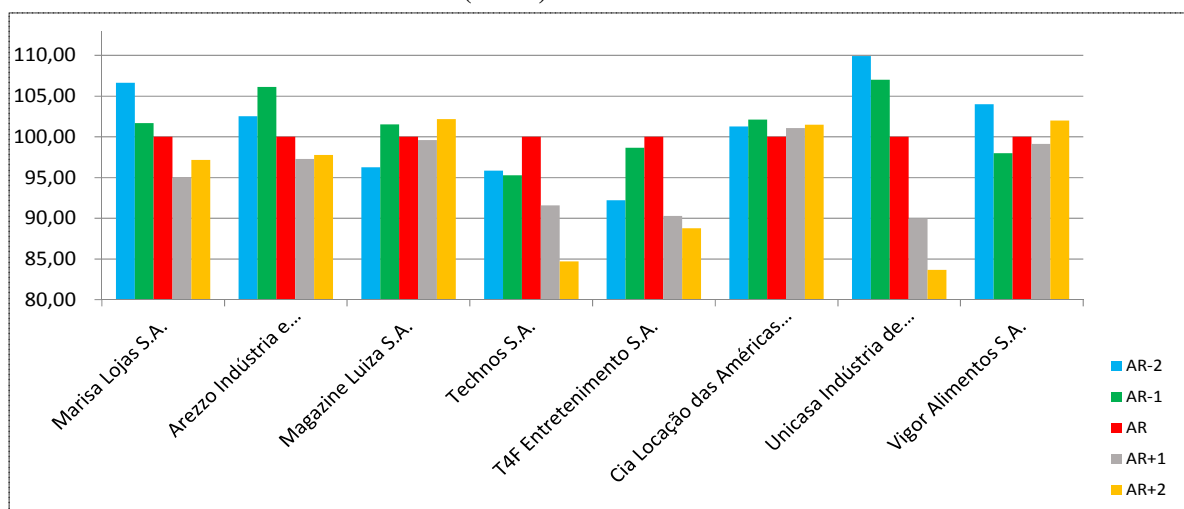
AR = ano de referência (ano de ingresso da empresa no Novo Mercado)

R-2 = dois anos anteriores ao AR

R-1 = um ano anterior ao AR

R+1 = um ano posterior ao AR

R+2 = dois anos posteriores ao AR

**Gráfico 1 - Análise Horizontal do ROA (em %)**

Fonte: Elaborado pela autora (2015).

A análise do gráfico 1 permite verificar que o ROA dois anos antes do ingresso era maior em cinco empresas e menor em três empresas. O fato se repete também no ano anterior ao AR. Isto representa que 62,5% das empresas pesquisadas apresentaram um ROA maior antes do ingresso no Novo Mercado. E a verificação do comportamento do ROA das empresas pesquisadas nos dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado permite constatar que 75% dos dados tabulados apresentam ROA inferior ao AR. Ou seja, no ano seguinte ao AR sete empresas apresentam um decréscimo no ROA e no segundo ano após o AR cinco empresas apresentam ROA inferior ao do AR.

A variação do ROA dá-se pela variação do lucro líquido e do ativo total, em vista da forma de medida adotada neste estudo, qual seja, o quociente de lucro líquido e ativo total. E conforme Assaf Neto (2008), o ROA representa uma taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Assim, para o ROA ter diminuído nos dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado, deve-se considerar a possibilidade de ingresso de recursos (aumento do ativo total) que no longo prazo poderão maximizar os lucros e farão com que o ROA volte a crescer.

#### 4.2 ANÁLISE DO ÍNDICE ROE (RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO)

Para o cálculo do ROE de cada uma das empresas estudadas, foram coletados o lucro líquido e patrimônio líquido de cada um dos exercícios. Na tabela 4, são apresentados os índices ROE calculados e, na tabela 5, a análise horizontal desses índices, tendo como base de comparação o ano de referência (AR) o ano de ingresso.

**Tabela 4 - Índices de retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE**

Empresa	Valores do ROA calculados						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Marisa Lojas S.A.	0,2361	0,2896	0,2157	0,2069	0,0942	x	x
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	x	0,4077	0,4414	0,2385	0,2134	0,2149	x
Magazine Luiza S.A.	x	15,2901	1,4511	0,0188	-0,0109	0,1638	x
Technos S.A.	x	0,3553	0,4145	0,2685	0,1588	0,1087	x
T4F Entretenimento S.A.	x	0,0493	0,3020	0,1807	-0,0112	-0,0442	x
Cia Locação das Américas S.A.	x	x	0,0841	0,1421	0,0123	0,0533	0,0805
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	x	x	0,3326	0,2953	0,1898	0,0668	-0,0125
Vigor Alimentos S.A.	x	x	0,6694	-0,0229	0,0250	0,0165	0,0787

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

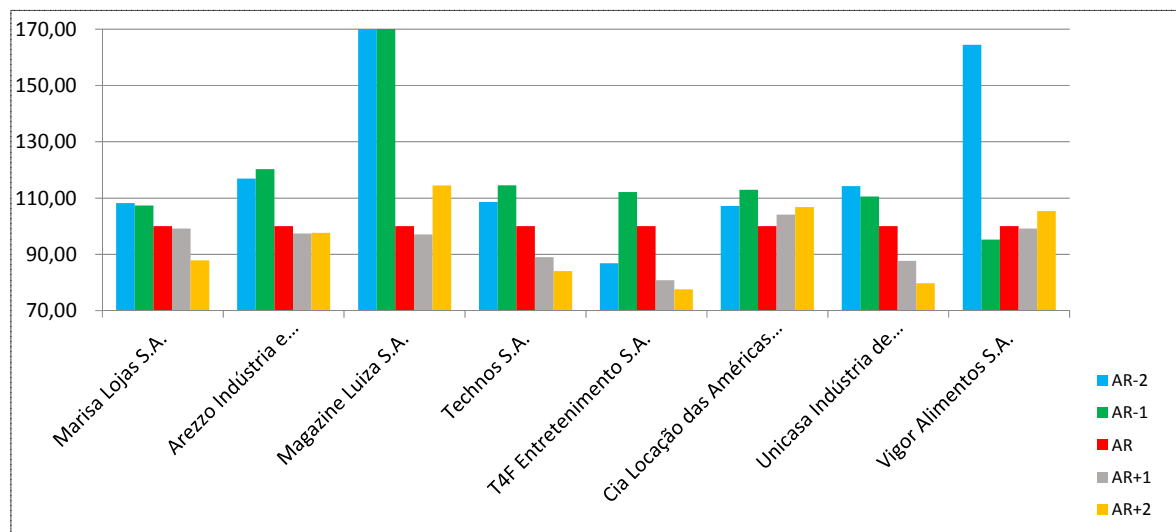
Legenda:

■ Ano em que a empresa ingressou no Novo Mercado.

**Tabela 5 - Análise Horizontal do ROE (em %)**

Empresa	AR-2	AR-1	AR	AR+1	AR+2
Marisa Lojas S.A.	108,27	107,40	100	99,13	87,85
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	116,92	120,28	100	97,49	97,63
Magazine Luiza S.A.	1.627,13	243,23	100	97,03	114,51
Technos S.A.	108,67	114,60	100	89,03	84,02
T4F Entretenimento S.A.	86,87	112,13	100	80,82	77,51
Cia Locação das Américas S.A.	107,18	112,97	100	104,10	106,82
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	114,28	110,54	100	87,70	79,77
Vigor Alimentos S.A.	164,44	95,20	100	99,14	105,37

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

**Gráfico 2 - Análise Horizontal do ROE (em %)**

Fonte: Elaborado pela autora (2015).

Através da análise do gráfico 2 podemos verificar que o ROE dois anos antes do ingresso era maior em sete empresas e menor em apenas uma empresa. No ano anterior ao AR, verifica-se o mesmo resultado. Entende-se que 87,50% das empresas pesquisadas apresentaram um ROE maior antes do ingresso no Novo Mercado. A análise do comportamento do ROE nos dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado, mostrou que cinco empresas possuem índices menores que o AR e três índices maiores que o AR. Já no ano posterior ao AR, verifica-se que apenas uma empresa possui o índice maior em relação ao AR, enquanto que sete empresas apresentaram valores menores. Estes números informam que 75% dos dados tabulados apresentam ROE inferior ao AR. No ano seguinte ao AR sete empresas apresentam um decréscimo no ROE e apenas uma obteve um índice maior. Já no segundo ano após o AR cinco empresas apresentam ROE inferior ao do AR e três valores maiores. Isto significa que 75,00% dos índices estudados ficaram abaixo do AR após as empresas ingressarem no Novo Mercado.

A variação do ROE dá-se pela variação do lucro líquido e do patrimônio líquido, em vista da forma de medida adotada neste estudo, ou seja, o quociente de lucro líquido e patrimônio líquido. E, segundo Matarazzo (2008), o objetivo de calcular esse índice é verificar qual foi a taxa de rendimento do patrimônio líquido da empresa. Assim, para o ROE ter diminuído nos dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado, pode-se considerar um possível aumento do patrimônio líquido decorrente da atuação no Novo Mercado.

#### 4.3 ANÁLISE DO ÍNDICE ROI (RETORNO SOBRE INVESTIMENTOS)

O ROI foi apurado da seguinte forma, dividiu-se o lucro operacional (antes do imposto de renda) pelo investimento médio (ativo total – passivo de funcionamento). O passivo de funcionamento é composto pelos recursos que não são efetivamente investidos na empresa como salários, encargos sociais, fornecedores, dividendos, impostos, dentre outros. Na tabela 6, são apresentados os índices ROI calculados e na tabela 7 a análise horizontal desses índices, tendo como base de comparação o ano de referência (AR) o ano de ingresso.

**Tabela 6 - Índices de retorno sobre investimentos - ROI**

Empresa	Valores do ROA calculados						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Marisa Lojas S.A.	0,1769	0,2451	0,2904	0,1424	0,1824	x	x
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	x	0,3572	0,4473	0,2893	0,2432	0,2376	x
Magazine Luiza S.A.	x	0,3857	0,1042	0,0665	0,0691	0,1447	x
Technos S.A.	x	0,1493	0,1387	0,2197	0,1395	0,0423	x
T4F Entretenimento S.A.	x	0,0846	0,2232	0,1879	-0,0093	-0,0104	x
Cia Locação das Américas S.A.	x	x	0,0946	0,1347	0,0695	0,0837	0,0968
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	x	x	0,3794	0,3367	0,1966	0,0601	-0,0530
Vigor Alimentos S.A.	x	x	0,0897	-0,0196	0,0243	0,0074	0,0546

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

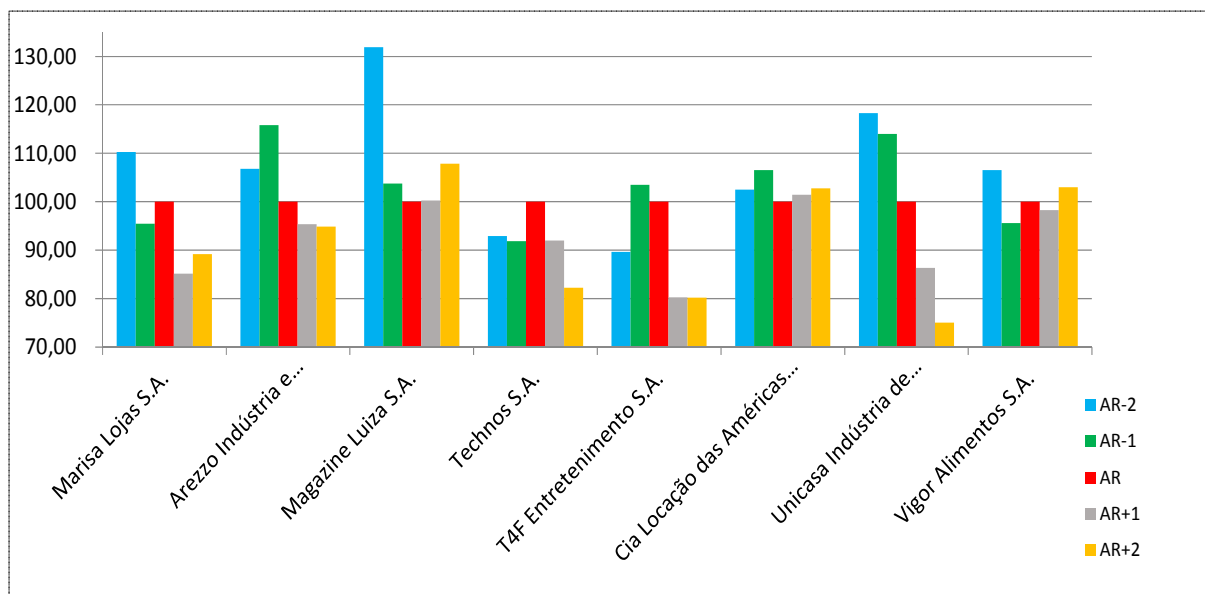
Legenda:

■ Ano em que a empresa ingressou no Novo Mercado.

**Tabela 7 - Análise Horizontal do ROI (em %)**

Empresa	AR-2	AR-1	AR	AR+1	AR+2
Marisa Lojas S.A.	110,28	95,47	100	85,19	89,19
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	106,78	115,80	100	95,39	94,83
Magazine Luiza S.A.	131,92	103,77	100	100,27	107,82
Technos S.A.	92,96	91,90	100	91,98	82,26
T4F Entretenimento S.A.	89,67	103,52	100	80,27	80,17
Cia Locação das Américas S.A.	102,50	106,52	100	101,42	102,73
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	118,28	114,00	100	86,35	75,03
Vigor Alimentos S.A.	106,55	95,62	100	98,31	103,03

Fonte: Elaborada pela autora (2015).

**Gráfico 3 - Análise Horizontal do ROI (em %)**

Fonte: Elaborado pela autora (2015).



Analisando o gráfico 3 verifica-se que o ROI nos dois anos antes e no ano anterior ao AR foram os mesmos, ou seja, 68,75% das empresas pesquisadas apresentaram um ROI maior antes do ingresso no Novo Mercado, sendo que dois anos antes do ingresso seis empresas apresentaram índices maiores que o AR, e no ano anterior foram cinco empresas que apresentaram índices maiores. A análise do comportamento do ROI nos anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado foi de 68,75%, sendo que seis empresas, no ano posterior ao ingresso, apresentam índices menores que o AR e apenas duas, índices maiores. Nos dois anos posteriores ao ingresso, cinco empresas apresentaram índice menor que o AR, e três um aumento.

O ROI foi calculado pela divisão do lucro operacional (antes do imposto de renda) pelo investimento médio (ativo total – passivo de funcionamento). Com o ROI é possível relacionar o lucro operacional com os investimentos da empresa. Segundo Assaf Neto (2010), o ROI serve para avaliar o retorno dos recursos aplicados pelos credores e acionistas na empresa. Dessa forma, para o ROI ter diminuído nos dois anos posteriores ao ingresso no Novo Mercado, pode-se considerar a possibilidade do aumento do denominador desse índice, ou seja, do investimento, decorrente do ingresso no Novo Mercado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou analisar a rentabilidade de algumas empresas listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa (Novo Mercado) e foi desenvolvido com o propósito de verificar quais dos fatores analisados são os mais relevantes, bem como os que podem ser trabalhados para o melhoramento dos negócios corporativos com base na análise das demonstrações contábeis. Nesse sentido, esta pesquisa empregou os índices de retorno do ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno dos investimentos (ROI) das empresas pesquisadas antes, durante e após o ingresso no Novo Mercado. A metodologia empregada, bem como a sua análise se mostraram adequadas para atingir os objetivos do estudo, visto que foi identificado, no resultado da análise da amostra objeto do estudo, que os fatores representados pelos índices de rentabilidade sugerem que a governança corporativa é um fator importante, mas não determinante na rentabilidade das empresas no período analisado.

O retorno sobre o ativo (ROA) indica o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu ativo, ou seja, como uma medida do potencial de geração de lucro por parte da empresa. Na análise desse índice, o resultado encontrado foi uma redução do ROA para 75%

das empresas pesquisadas nos dois anos seguintes ao do ingresso no Novo Mercado.

O retorno sobre o patrimônio líquido(ROE), para Ross, Westerfield e Jordan (2013, p. 68), é uma medida de como foi a rentabilidade do ano para os acionistas. Dessa forma constatou-se uma redução do ROE para 75% das empresas em estudo nos dois anos seguintes ao do ingresso no Novo Mercado.

Em relação ao retorno sobre investimentos(ROI), com esse índice é possível relacionar o lucro operacional com os investimentos da empresa. Observou-se, na amostra analisada, um resultado de redução do ROI para 68,75% dos casos analisados nos dois anos seguintes ao do ingresso no Novo Mercado.

Entende-se que este estudo possa contribuir para a melhoria do entendimento dos efeitos contábeis do ingresso de empresas no Novo Mercado. Assim, também, da qualidade de decisões em governança corporativa e de investimento por parte do mercado, tendo em vista que se identificou que fatores como rentabilidade talvez não devam ser a sua razão primária e quem sabe essa possa ser a segurança e a redução de risco nos negócios.

Assim, para estudos futuros sugere-se replicar este estudo abrangendo um longo prazo (quatro anos ou mais) nas mesmas empresas pesquisadas e em outras empresas com o intuito de comparação e ampliação do tempo de observação posterior ao ingresso no Novo Mercado permitindo-se analisar os efeitos do longo prazo na rentabilidade das mesmas. Acredita-se que, desta forma, é possível conhecer melhor os reflexos do ingresso no Novo Mercado, e melhorar a qualidade das decisões de investidores e de governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

- 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 BM&F Bovespa.** Pernambuco, 2010. Disponível em: <<http://congressosp.fipecafi.org/web/artigos102010/117.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2015.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BM&F BOVESPA. **Governança Corporativa e segmentos de listagem.** Disponível em: <<http://www.bmfBM&F Bovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 21 mar. 2015.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Diretrizes de Governança Corporativa.** Disponível em : <[http://ri.bmfBM&F Bovespa.com.br/fck\\_temp/26\\_2/Diretrizes\\_de\\_Governanca\\_Corporativa\\_da\\_BMFBM&F BOVESPA.pdf](http://ri.bmfBM&F Bovespa.com.br/fck_temp/26_2/Diretrizes_de_Governanca_Corporativa_da_BMFBM&F BOVESPA.pdf)>. Acesso em: 24 mar. 2015.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **O que são segmentos de listagem.** Disponível em : <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 24 abr. 2015
- BRIDGER, G. V. **Governança Corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de Governança sobre o valor do mercado de capitais brasileiro.** Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/289/2185.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 15 abr. 2015.
- CARVALHO, A. G. **O avanço dos padrões de Governança Corporativa.** São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://gvpesquisa.fgv.br/publicacoes/gvp/o-avanco-dos-padroes-de-governanca-Corporativa>>. Acesso em: 23 mar. 2015.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica: para uso de estudantes universitários.** 4.ed. São Paulo: Mcgraw-Hill, 1996.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** 10 ed. São Paulo: Pearson, 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Decisão do colegiado em 29/05/2002.** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020529\\_R1/20020529\\_D07.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020529_R1/20020529_D07.html)>. Acesso em: 23 nov. 2014.
- INFOMONEY. **Análise financeira: conheça os indicadores mais usados pelos analistas.** Disponível em : <<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/568514/analise-financeira-conheca-indicadores-mais-usados-pelos-analistas>>. Acesso em: 20 nov. 2014.
- INSTITUTO ASSAF. **Crítérios e simbologia.** Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/criteriosSimbologia.aspx>>. Acesso em: 15 dez. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2010. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 22 mar. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Princípios da Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=12>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 10 nov. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança no mundo**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=19>>. Acesso em: 25 nov. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Princípios Básicos**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163>>. Acesso em: 22 out. 2014

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 23 nov. 2014.

KASSAI, J.C.; KASSAI, S.; SANTOS, A.; NETO, A.A. **Retorno de Investimento: Abordagem Matemática e Contábil do Lucro Empresarial**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MELLO, G. R. **Estudo das práticas de Governança eletrônica: instrumento de Controladoria para a tomada de decisões na gestão dos estados brasileiros**. 2009. 187 f. Tese (Doutorado em Contabilidade Atuária)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP, São Paulo, 2009.

NETO, R. MARTINEZ, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas brasileiras: o caso do grupo ORSA. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=397>>. Acesso em: 15 mai. 2015.

O ESTADO DE SÃO PAULO. **O escândalo da Enron - saiba o que está acontecendo**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-escandalo-da-enron-saiba-o-que-esta-acontecendo,20020207p24521>>. Acesso em: 21 nov. 2014.

RAMOS, P; RAMOS, M. M.; BUSNELLO, S. J. **Manual Prático de Metodologia da Pesquisa: artigo, resenha, projeto, tcc, monografia, dissertação e tese**. Blumenau: Acadêmica; 2003.

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

ROCHA, M. R. **Governança Corporativa**: estudo sobre a rentabilidade nas empresas de energia elétrica BM&F BM&F BOVESPA. Disponível em: <[http://www.aneel.gov.br/biblioteca/trabalhos/trabalhos/Rocha\\_Danillo\\_Governanca.pdf](http://www.aneel.gov.br/biblioteca/trabalhos/trabalhos/Rocha_Danillo_Governanca.pdf)>. Acesso em: 15 abr. 2015.

SANTOS, O. S.; 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, n. 06, p. 87-99, 2004.

SILVA, C. A. T. **Contabilidade financeira**: Roi. Disponível em: <<http://www.contabilidade-financeira.com/2012/03/roi.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015.

SIRQUEIRA, A. B.; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. Boas práticas de Governança Corporativa e otimização de portfólio: uma análise comparativa. **Economia**. Brasília. v. 7, n. 3, p.521–544, 2007.

VENTURA, A. F. A.; SANTOS, V. S.; JUNIOR, R. V.; FIRMINO, R. G. A relação entre os níveis de Governança Corporativa e índices de rentabilidade econômica. **Reuna**, Belo Horizonte. v. 17, n. 3, p. 73-84, 2012.