



Centro Universitário de Brasília – UniCEUB
Faculdade de Tecnologia e Ciências Sociais Aplicadas - FATECS

Gustavo Caixeta de Azevedo
RA: 21506556

**GOVERNAÇÃO CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DO ROE, ROIC E WACC DE
EMPRESAS INTEGRANTES DO “NOVO MERCADO” DA BM&FBOVESPA**

Brasília
2018

Gustavo Caixeta de Azevedo

**GOVERNAÇÃO CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DO ROE, ROIC E WACC DE
EMPRESAS INTEGRANTES DO “NOVO MERCADO” DA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado como um dos requisitos para a
conclusão do curso de Ciências Contábeis do
Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).
Orientador: Prof. Mestre José Augusto Simões
Amaro

**Brasília
2018**

Gustavo Caixeta de Azevedo

**GOVERNAÇÃO CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DO ROE, ROIC E WACC DE
EMPRESAS INTEGRANTES DO “NOVO MERCADO” DA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado como um dos requisitos para a
conclusão do curso de Ciências Contábeis do
Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).
Orientador: Prof. Mestre José Augusto Simões
Amaro

Taguatinga, 22 de Outubro de 2018

BANCA EXAMINADORA

José Augusto Simões Amaro
(Professor Orientador)

(Professor EXAMINADOR)

(Professor EXAMINADOR)

RESUMO

O surgimento de discussões a respeito da governança corporativa no final do século 20 e início do século 21 foi alvo de vários estudos teóricos e empíricos. A necessidade de aprimoramento desse tema representa um cenário apropriado para o desenvolvimento de novos estudos. Dessa forma, realizou-se a presente pesquisa com o objetivo de demonstrar a importância que os mecanismos de governança corporativa combinados com as informações obtidas em análises de indicadores financeiros e de rentabilidade exercem sobre os processos de tomada de decisões nas companhias, tendo como principais objetivos, gerir o risco de forma adequada dos investimentos próprios da companhia e de terceiros e a procura da maximização do lucro. A metodologia utilizada na pesquisa se caracteriza na exploração e investigação do problema desenvolvido, buscando fornecer informações relevantes e precisas sobre o tema. Os resultados obtidos durante a pesquisa sugerem relação positiva dos indicadores financeiros e de rentabilidade ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido), ROIC (Retorno sobre Capital Investido) e WACC/CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital) com as práticas de governança corporativa que abrangem as empresas do Novo Mercado. Por fim, os resultados da pesquisa confirmam as colocações teóricas apresentadas, uma vez que as companhias que adotam as boas práticas de governança corporativa melhoram significativamente seu desempenho financeiro.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Indicadores. “Novo Mercado”.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Desenvolvimento do Lucro das Lojas Renner	22
Gráfico 2 - Desenvolvimento do Lucro da Arezzo CO	22
Gráfico 3 - Desenvolvimento do Lucro das Lojas Marisa.....	23
Gráfico 4 - Desenvolvimento do Lucro da Le Lis Blanc.....	23
Gráfico 5 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC das Lojas Renner	26
Gráfico 6 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC da Arezzo CO	27
Gráfico 7 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC das Lojas Marisa.....	27
Gráfico 8 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC da Le Lis Blanc	28

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&FBovespa	Bolsa de Valores Brasileira
CI	Capital Investido
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IR	Imposto de Renda
PL	Patrimônio Líquido
ROA	Retorno sobre Ativos / <i>Return on Assets</i>
ROE	Retorno sobre Patrimônio Líquido / <i>Return on Equity</i>
ROIC	Retorno sobre Capital Investido / <i>Return Over Invested Capital</i>
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital / <i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REFERENCIAL TEÓRICO	8
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	8
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO SEGMENTO “NOVO MERCADO” – BM&FBOVESPA	11
2.3 GOVERNANÇA E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO	12
2.4 INDICADORES ECONÔMICOS DE RENTABILIDADE	14
2.4.1 ROE - <i>Return on Equity</i> (Retorno sobre Patrimônio Líquido).....	15
2.4.2 ROIC - <i>Return Over Invested Capital</i> (Retorno sobre Capital Investido).....	16
2.4.3 WACC - <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Custo Médio Ponderado de Capital)	18
3 METODOLOGIA.....	20
3.1 PESQUISA	20
4 ANÁLISE DOS DADOS	21
4.1 CONSIDERAÇÃO PRELIMINARES.....	28
5 CONCLUSÃO.....	29
REFERÊNCIAS	30

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais representa uma parcela considerável e importante na economia de um país, pois as empresas participantes conseguem de forma barata captar recursos, e os investidores depositam seu dinheiro com a finalidade de se obter lucro. É considerado uma forma de investimento arriscado para esses investidores que são a parte frágil dessas negociações, pois o retorno não é garantido.

Uma série de fatores e acontecimentos influenciam no retorno do investimento das companhias, dessa maneira, a forma de gestão no processo de tomada de decisão, a forma de gestão de seus tributos e a transparência nas transações e divulgações de seus demonstrativos financeiros são pontos decisivos para os investidores aplicarem seus recursos nas companhias.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015), as boas ferramentas que melhoram a capacidade de tomadas de decisões e elevam transparência das operações diminuem o risco do investimento, transmitindo, dessa forma, maior segurança aos envolvidos, investidores e administradores, sobre os negócios da companhia, tal mecanismo, foi pensado em uma forma estrutural que garantisse e trouxesse satisfação às partes envolvidas, devendo ser constantemente aprimorado, e hoje é chamado de governança corporativa.

A avaliação de indicadores econômicos, tanto financeiros quanto de rentabilidade, contribui significativamente para o processo de tomada de decisão, pois as informações geradas por tais indicadores demonstram a saúde do negócio. Os administradores utilizam essas informações para analisar os resultados obtidos e intervir nos possíveis problemas. Os investidores avaliam quanto de retorno gerará o investimento.

Reconhecendo a importância da governança corporativa e da avaliação dos indicadores financeiros e de rentabilidade disponíveis no mercado, considerando a importância que ambos representam no processo de tomada de decisão, torna-se conveniente relacioná-los e analisá-los com os perfis das companhias disponíveis no segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa, para identificar se tais companhias estão gerando valor para seus acionistas e administradores.

Em face do exposto, o presente estudo visa responder à seguinte questão: em que medida o nível de governança corporativa das companhias listadas no “Novo Mercado” da BMF&Bovespa se relaciona com a eficiência de gerar resultados, utilizando capital próprio e/ou de terceiros? Portanto, o objetivo geral desta investigação consiste em verificar a relação

dos indicadores financeiros e de rentabilidade: Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre Capital Investido (ROIC) e Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) com a governança corporativa em quatro empresas listadas no Novo Mercado da BMF&Bovespa do subsetor de comércio de tecidos, vestuários e calçados, sendo elas: Lojas Renner, Arezzo CO, Le Lis Blanc e Lojas Marisa.

Os objetivos específicos da pesquisa correspondem em: conceituar governança corporativa, conceituar e identificar o comportamento dos indicadores ROE, ROIC e WACC, identificar a estrutura administrativa e a existência de gerenciamento de tributos das companhias definidas.

O artigo está estruturado em cinco tópicos, incluindo-se esta Introdução. A seção 2 aborda a literatura de suporte ao estudo. Em seguida, na seção 3, são levantados aspectos relativos à metodologia da pesquisa desenvolvida. Logo após, na seção 4, são apresentados os resultados alcançados e, na seção 5, são desenvolvidos os argumentos conclusivos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa representa um conjunto de boas práticas que direcionam as companhias a alcançarem uma boa visibilidade perante o mercado, ela preza pelo bom relacionamento de todos os agentes envolvidos. Nesse sentido, surgem várias definições acerca do que realmente significa essas práticas, segundo a BM&FBovespa (2015, p. 1) “Governança corporativa 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.”.

Seguindo a mesma linha de raciocínio, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 16), no exercício da governança corporativa, quanto a tomada de decisão “[...] deve-se levar em conta simultaneamente o grau de exposição ao risco, que deve ser definido pela organização, e a prudência necessária, evitando-se os extremos tanto de um quanto de outro.”.

Ainda, segundo o IBGC (2015, p. 16), “As principais decisões devem ser adequadamente fundamentadas, registradas e passíveis de verificação pelas devidas partes interessadas [...]”, tanto pelas companhias quanto pelos investidores.

Por definição do IBGC (2015, p. 20):

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

Existem vários conceitos diferentes a respeito das boas práticas de governança corporativa, em sua grande maioria, esses posicionamentos estão ligados a modelos que assegurem a performance do negócio e que estabeleçam adequadamente uma gestão de risco efetiva.

Para que os modelos funcionem corretamente, as companhias adotam de forma voluntária práticas consideradas de alto nível de governança, que vão além das normas exigidas na Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades por Ações), com o objetivo de aprimorar o bom relacionamento dos acionistas com os dirigentes da companhia e atingir os interesses comuns de ambas as partes.

Desse modo, podemos sintetizar que o processo de governança corporativa está ligado ao processo decisório das companhias, de forma que fica evidente que as boas práticas de governança corporativa contribuem para o sistema de controle e visa, a longo prazo, melhorar o desempenho financeiro. Podemos sugerir que essas práticas devem sempre ser aprimoradas para alcançar resultados ainda melhores.

A governança corporativa também pode ser vista como um aspecto comportamental, conforme sintetiza Santos (2004, p.20):

[...] a capacidade de controlar o comportamento dos agentes de uma organização, de modo a fazer que os seus recursos (=recursos dessa organização) sejam mobilizados e aplicados de forma eficaz e eficiente e sob níveis de risco adequados para o cumprimento da missão e dos objetivos requeridos pelos acionistas e outros participantes relevantes.

Desse modo, fica evidente que, para melhorar a eficiência e a performance de uma companhia, as boas práticas de governança corporativa devem estar enraizadas no comportamento dos gestores, fazendo com que eles busquem sempre alcançar os interesses e objetivos da companhia e de seus investidores, para isso, faz-se necessário ter uma visão ampla do negócio, tanto nos aspectos internos e externos da companhia, a fim de que o risco do investimento possa ser gerido de forma adequada.

Em uma outra perspectiva, Rossetti e Andrade (2014, p. 153, grifo do autor) retratam em sua obra a existência de diferentes tipos de governança corporativa e as classificam como:

1. Guardiã de direitos das partes com interesses em jogo nas empresas; **2. Sistema de relações** pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; **3. Estrutura de poder** que se observa no interior das corporações; e **4. Sistema normativo** que rege as relações internas e externas das empresas.

Seguindo essa divisão dos autores acima, podemos encaixar dentro dessa percepção a visão de outros autores.

Podemos relacionar a governança corporativa como instrumento que guarda os direitos das partes na visão de Williamson (apud Rossetti e Andrade, 2014, p. 138) “A governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo.”.

Percebemos nesse raciocínio que a governança corporativa tem como objetivo elevar o grau de transparência e de responsabilidade da companhia, como dito anteriormente, a adoção de níveis mais elevados de governança corporativa é totalmente voluntária para as empresas, ao aderirem um grau maior, as companhias transmitem ao mercado e aos investidores mais segurança de suas transações e de garantia dos direitos dos envolvidos no investimento, ajustando os interesses conflitantes dos acionistas e gestores.

Seguindo a classificação, temos a visão de governança corporativa como sistema de relações, podemos encaixar nesta definição os conceitos expostos anteriormente pela BM&FBovespa (2015) e pelo IBGC (2015), nessa abordagem, verifica-se a governança como mecanismo de controle que dá suporte ao processo de tomada de decisão e assegura o cumprimento dos objetivos para as partes.

A classificação, conforme a estrutura de poder, pode ser definida na visão de Hitt, Ireland e Hoskisson (2014, p. 255) em que expressam a definição de governança corporativa da seguinte forma: “Governança corporativa é o conjunto de estratégias utilizadas para administrar a relação entre os acionistas e para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações.”. Essa abordagem sugere também a questão do controle como mecanismo para melhorar o desempenho, visando sempre alcançar os interesses das partes envolvidas.

Por fim, seguindo a classificação de governança corporativa, temos a visão de sistema normativo, com essa percepção, Silveira (2015, p. 16) expõem a governança corporativa como forma “[...] pela qual as sociedades são dirigidas e controladas, incluindo suas regras explícitas e tácitas”. Ainda, segundo o autor, representa “[...] o relacionamento entre seus principais personagens: diretoria, conselho de administração e acionistas.”. (SILVEIRA, 2015, p. 16).

Percebemos nesta última classificação a exposição de regras e normas como ferramenta de relacionamento da direção e dos acionistas, isso sugere que, o papel de cada agente interno ou externo será devidamente definido por normas, tais normas, vão direcionar os atos dos gestores para que o objetivo da companhia seja atingido e possa proteger os interesses dos acionistas.

A fim de se alcançar uma definição apropriada para o que realmente é a governança corporativa, Rossetti e Andrade (p.153, 2014) sintetizam de forma bem abrangente o termo como:

[...] um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim.

Nessa definição fica evidente todos os elementos que caracterizam as ideias elencadas nos outros conceitos, tais como: a visão de mecanismo de controle que auxiliam as tomadas decisões, as práticas de gerenciamento que tem por objetivo a diminuição do risco e a busca pela maximização do lucro e do bom relacionamento dos administradores e investidores.

No Brasil o conceito de “Novo Mercado” representa a classificação máxima de governança corporativa alcançada pelas empresas, falaremos mais a respeito desse segmento no próximo tópico.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO SEGMENTO “NOVO MERCADO” – BM&FBOVESPA

O segmento de Novo Mercado foi lançado no Brasil no início do século 21, mais precisamente no ano 2000, nessa época, houve vários escândalos envolvendo grandes corporações, os mercados de vários países começaram a discutir o tema da governança corporativa para proteger os investidores que participavam efetivamente do mercado de capitais.

O Novo Mercado estabeleceu desde o início um padrão totalmente diferente e acima dos outros dois segmentos de governança corporativa que são: Nível 1 e Nível 2. Conseguiu, desde sua primeira listagem em 2002, ser reconhecido como padrão no que tange à transparência e outras práticas de governança exigida pelos acionistas, (BM&FBOVESPA, 2016).

De acordo com Tavares Filho (2006, p. 64), o segmento foi:

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão (criado em 1997), o Novo Mercado foi instituído com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro, bem como atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações sobre os atos praticados pelos controladores e administradores das empresas.

A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa criava uma certa expectativa por parte das companhias. Aquelas que se enquadrasse dentro desses segmentos obteriam uma valorização no preço de suas ações. (AGUIAR; CORRAR; BATISTELA, 2004).

Para Tavares Filho (2006, p. 64) “Em resumo, o Novo Mercado se fundamenta em dois princípios básicos: a) elevação dos níveis de transparência das companhias e b) aumento do nível de governança corporativa.”, ao colocar em prática esses dois princípios, a empresa estaria fortalecendo o mercado e agregando valor para o investimento dos acionistas.

Por se tratar do nível mais elevado de governança corporativa, para se obter a classificação nesse segmento de Novo Mercado, uma série de regras rígidas devem ser cumpridas pelas companhias, tais como por exemplo: a composição do capital social somente por ações ordinárias, ou seja, com direito a voto dos investidores; o percentual mínimo de circulação de ações deve ficar entre 15% à 25%; a composição do conselho de administração deve ser com no mínimo 3 membros, ou 20% (o que for maior), devem ser independentes e com mandato unificado de até 2 anos; a adoção da câmara de arbitragem do mercado; Auditoria Interna; Comitê de Auditoria; e *Compliance* são regras de caráter obrigatório neste segmento. (BM&FBOVESPA, 2016).

O Novo Mercado tornou-se o principal ambiente de negociações de ações para aqueles que buscam empresas com boas práticas de governança e alto nível de transparência, de forma que atualmente possui 143 companhias dos mais diversos setores de atuação.

2.3 GOVERNANÇA E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

Conforme exposto anteriormente, a governança corporativa representa práticas que buscam atingir um nível elevado de transparência e melhorar os lucros auferidos pelas companhias. Dentre as diversas práticas existentes nesse mecanismo, estão inclusas no planejamento tributário as formas legais de gerenciamento dos tributos, que permitem a redução da carga tributária dentro dos limites da lei e a melhor identificação da parte operacional das companhias, em relação a identificação dos fatos geradores dos tributos. Essas práticas representam importância tanto para os gestores quanto para os acionistas, pois é uma forma de aumentar o lucro pagando menos impostos.

De acordo com Gomes (2012, p. 13):

[...] a governança corporativa trabalhará para que os benefícios do gerenciamento tributário ocorram, trará entendimentos para moldar as práticas de governança corporativa para que a empresa consiga atingir o principal objetivo dos acionistas que é aumento do valor da firma.

O planejamento tributário representa as técnicas que contribuem para a estruturação ou reorganização do negócio, para Tôrres (2001, p. 37):

[...] a expressão “planejamento tributário” deve-se designar tão-só a técnica de organização preventiva de negócios, visando a uma legítima economia de tributos, independentemente de qualquer referência aos atos ulteriormente praticados.

Nessa perspectiva, tais técnicas de planejamento e de gestão dos tributos estarão dentro dos mecanismos que caracterizam a de governança corporativa, conforme colocado por Gomes (2012). É de interesse do acionista e dos gestores aumentarem o lucro produzido pela companhia.

A principal meta do planejamento e do gerenciamento efetivos dos tributos é exposta por Ribeiro e Pinto (2014, p.3), na seguinte perspectiva:

A principal meta desse gerenciamento é reduzir ao máximo a carga tributária da organização, não só com uma programação que possibilite o prévio conhecimento dos montantes dos tributos e das respectivas datas de seus recolhimentos, como também com o melhor aproveitamento possível das faculdades, permissões e, inclusive, das lacunas ou brechas existentes na legislação que viabilizem reduzir, mitigar ou mesmo eliminar a obrigação de recolher o tributo, ainda que pela sua postergação, sem, contudo, infringir dispositivos legais.

Na visão dos gestores e dos acionistas, esse aproveitamento agrega valor para a companhia e para as ações, conforme colocado por Hanlon e Slemrod (2007 apud GOMES, 2012, p. 44): “[...] os acionistas têm interesse em diminuir o pagamento dos impostos para, assim, aumentar o valor da empresa.”.

Portanto, na visão de Ribeiro e Pinto (2014, p. 3) é exposto que as formas de planejamento tributário consistem: “[...] na definição de estratégias que possibilitem o gerenciamento de assuntos relacionados ao cumprimento de obrigações principais e acessórias na relação do contribuinte (entidade) com o Fisco (governo).”.

Olhando para a forma efetiva de planejar e gerir tais tributos Amaral (2001 apud OLIVEIRA, 2013) destaca que:

Para a realização de um sistema de planejamento tributário eficaz, é imprescindível que sejam considerados todos os tributos incidentes na operação empresarial. Assim, após a análise individual do tributo, podemos confrontar a redução do ônus fiscal individual com os reflexos nos outros tributos.

Por fim, sintetizando os posicionamentos dos autores, o gerenciamento e o planejamento dos tributos buscam, de forma legal aumentar a margem de lucro das companhias, diminuindo o valor do pagamento de seus tributos. Esse aumento é de interesse dos gestores e dos acionistas, visto que, ambos tem interesse no aumento do lucro da companhia.

Para se conseguir efetivamente melhorar a diminuição da carga tributária, sugere-se que as companhias adotem boas práticas de governança corporativa. Além disso, é importante realizar análises econômicas e financeiras de forma constante para que se visualize os impactos diretamente na rentabilidade da companhia. Tal verificação é muito importante para os gestores e acionistas e é realizada levando-se em consideração os diversos indicadores existentes no mercado.

2.4 INDICADORES ECONÔMICOS DE RENTABILIDADE

Os indicadores de rentabilidade são utilizados para medir a capacidade econômica e financeira das companhias, ou seja, verifica a eficiência de gerar lucro, dado o capital investido da empresa. Segundo Assaf e Lima (2014, p. 252), “Os indicadores de rentabilidade visam avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões.”.

Para os acionistas e gestores, os indicadores de rentabilidade representam informações relevantes do negócio, partindo desta perspectiva, Gropelli (2010, p.364) discorre sobre os interesses das partes relacionadas: “Os investidores, acionistas e administradores financeiros prestam bastante atenção à rentabilidade das empresas. A análise da rentabilidade começa com um exame da maneira pela qual os ativos foram empregados.”.

Dado a importância de identificar os indicadores e descobrir a medida apropriada para os gestores e investidores Chiavenato (2014, p.104) discorre “Quanto maiores, melhor a rentabilidade do negócio. Os índices de rentabilidade constituem medidas que indicam a relação entre o lucro da empresa e diversos itens tomados como referência.”.

Fazendo a relação do lucro com os índices, Chiavenato (2014, p. 105) ainda afirma que essas análises “Permitem avaliar os lucros da empresa em relação as suas vendas, a um certo nível de ativos ou aos investimentos dos proprietários.”.

Unificando o posicionamento dos autores, os indicadores de rentabilidade proporcionam aos administradores e aos investidores, uma forma de avaliar o desempenho financeiro das companhias, eles contribuem para os processos de tomadas de decisões e identificam a eficiência da aplicação dos recursos nas atividades operacionais desenvolvidas.

Realizando a identificação correta dos índices importantes no processo de análise econômica e financeira, é fundamental a análise das tendências, nesse sentido Brigham e Houston (1999, p. 93) explicam que “[...] é importante analisar as tendências dos índices, tanto quanto os seus níveis absolutos, porque as tendências dão pistas quanto à probabilidade de melhoria ou deterioração da situação financeira.”.

A avaliação dos índices de rentabilidade demonstra se vale ou não a pena manter o investimento, Wernke (2008, p. 266) expõem:

[...] ao avaliar a rentabilidade os investidores terão condições de decidir se vale a pena manter o empreendimento, se é interessante economicamente aplicar mais capital no negócio ou se a companhia está proporcionando retorno inferior a outras oportunidades de investimento disponíveis.

A identificação das tendências dos índices, demonstrará se é ou não interessante para os acionistas, manter ou aumentar o investimento, uma empresa que por exemplo apresenta em seus indicadores uma tendência crescente, seria apropriado manter, ou até mesmo, aumentar o investimento. Já uma empresa que apresenta um comportamento constante ou em declínio de seus indicadores, o melhor seria suspender o investimento e procurar uma alternativa melhor para a aplicação dos recursos.

Diversos são os indicadores de retorno e de rentabilidade utilizados nos processos de avaliação econômica e financeira das empresas, no tópico a seguir serão abordados os indicadores de Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre Capital Investido (ROIC) e Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC ou em inglês: Weighted Average Cost of Capital – WACC).

2.4.1 ROE - *Return on Equity* (Retorno sobre Patrimônio Líquido)

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) é um dos diversos indicadores que existe no mercado, ele avalia a eficiência de geração de lucro por meio do patrimônio líquido das companhias, conforme Tezel e MacManus (2003, p. 1, apud TAVARES FILHO, 2006, p. 24):

[...] uma das medidas tradicionais de rentabilidade amplamente utilizadas pelos investidores, para avaliar a eficácia da administração na criação de valor para o acionista, é o Return on Equity (ROE), ou Retorno do Patrimônio Líquido, calculado com base nas demonstrações financeiras das empresas.

A mensuração do ROE pode ser dado na percepção de Assaf e Lima (2014, p. 246), é realizada para medir a proporção tal como: “[...] para cada \$ 1,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) investido na empresa, quanto os proprietários auferem de retorno.”.

Na percepção dos os autores:

O ROE deve ser comparado sempre com a taxa de retorno mínima exigida pelo acionista (custo de capital próprio). Para se tornar atraente, todo investimento deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual à taxa de oportunidade. Empresas que apuram um ROE superior ao custo de capital de seus acionistas promovem acréscimos no valor de mercado de suas ações, ou seja, agregam riqueza aos proprietários. (ASSAF; LIMA, 2014, p. 247).

A análise do ROE proporciona uma visão de medir a efetividade de produzir riqueza com o patrimônio líquido da companhia, no entanto, existem autores que possuem uma certa cautela quanto ao uso do ROE, na visão de Copeland (2002, p. 169, apud DIAS et. al., 2015), o ROE “[...] mistura o desempenho operacional com a estrutura financeira, tornando menos significativa a análise paradigmática ou de tendências por não permitir compreensão do desempenho operacional subjacente.”.

Contrapondo o autor acima, o ROE também pode ser visto como meio para avaliação por parte dos investidores, para medir de forma superior o retorno do patrimônio líquido disponível com as demais alternativas de investimento existentes no mercado, para Wernek (2008, p. 267):

O indicador da “rentabilidade sobre o patrimônio líquido” (RSPL/ROE) evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa. Os acionistas da companhia são os principais interessados no desempenho desse parâmetro de análise, pois este expressa se o retorno do investimento que fizeram foi superior às demais alternativas disponíveis e, principalmente, se ultrapassou as taxas de rendimento do mercado financeiro para compensar o “risco” envolvido.

Tendo em vista a forma de avaliação por meio desse indicador, para se chegar no índice que é expresso em percentual e que servirá de dado para medir se as companhias estão sendo eficientes em gerar lucro com seu patrimônio líquido, o cálculo poderá ser realizado usando a fórmula expressa por Groppelli (2010, p. 366.):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido do Exercício}}{\text{Patrimônio Líquido ou Valor Tangível Líquido}}$$

O ROE é apenas um dos vários indicadores existentes para se avaliar o retorno de uma companhia, demonstraremos no próximo tópico um outro indicador um pouco parecido com este que é o Retorno sobre Capital Investido (ROIC).

2.4.2 ROIC - *Return Over Invested Capital* (Retorno sobre Capital Investido)

O retorno sobre capital investido (ROIC) analisa a eficiência de geração de lucro com base no capital alocado pela companhia, é calculado com base no que foi aportado de capital próprio e de capital de terceiros, como por exemplo as dívidas.

O ROIC é um pouco diferente do ROE, enquanto o ROE faz uma comparação do lucro com o patrimônio líquido (PL) de forma geral, considerando todo o valor da conta de (PL), o ROIC analisa só a parcela que foi investida na atividade para a geração do lucro, essa análise abrange também o grupo de passivos, ou seja, é uma análise mais aprofundada do retorno sobre o investimento, de acordo com Copeland (2002, p. 169, apud DIAS et. al. 2015) “[...] afirma que por concentrar-se no desempenho operacional, o ROIC como ferramenta analítica de desempenho é melhor do que outros índices como o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), ou o retorno sobre o ativo (ROA).”.

O autor ainda faz uma crítica em relação ao uso dos outros indicadores de retorno ROE e ROA (retorno sobre ativo), para ele:

O retorno sobre o patrimônio mistura o desempenho operacional com a estrutura financeira, tornando menos significativa a análise paradigmática ou de tendências por não permitir compreensão do desempenho operacional subjacente. O retorno sobre o ativo total (ROA) é indevido porque inclui diversas inconsistências entre numerador e denominador. O passivo livre de juros não é deduzido do denominador, o ativo total. Mas o custo financeiro implícito deste passivo consta das despesas da empresa e, portanto, é deduzido do numerador. (COPELAND, 2002, p. 169, apud DIAS et. al., 2015).

O ROIC apresenta melhor capacidade analítica, em relação aos outros indicadores ROA e ROE, por analisar o desempenho operacional da companhia, considera-se todo o capital aplicado no desenvolvimento das atividades operacionais, de modo que, o índice obtido representa de forma mais precisa a taxa de retorno obtida pela companhia sobre a totalidade dos recursos aplicados.

Na percepção de Higgins (2014, p. 55) “Essencialmente, o ROIC é a taxa de retorno obtida sobre o total de capital investido na empresa, independentemente de ser ele dívida ou patrimônio líquido.”. Seguindo o pensamento do autor, o ROIC representa uma taxa de retorno de todo o capital alocado nas atividades operacionais da companhia, ele não fará distinção da parcela que corresponde o capital próprio, representado pelo montante do patrimônio líquido, com a parcela correspondente à capital de terceiros, representados por todos os recursos obtidos e aplicados nas atividades operacionais da companhia, podendo ser, financiamentos, empréstimos e outros.

O cálculo do ROIC pode ser expresso na divisão do NOPAT (resultado operacional após os impostos) e o capital investido (CI), considerando todo o passivo oneroso e patrimônio líquido. (CAMARGO, 2017).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CI}}$$

Onde (CI) representa:

$$\text{CI} = \text{Passivo Oneroso} + \text{Patrimônio Líquido}$$

O passivo oneroso, por sua vez, será composto pelos financiamentos, empréstimo, debentures ou qualquer outro tipo de despesas com encargos financeiros.

Ao tratar do capital investido, é preciso distinguir capital de terceiros e capital próprio, trazendo a noção de estrutura de capital, o indicador do custo médio ponderado de capital (CMPC ou em inglês WACC), que será abordado no próximo tópico.

2.4.3 WACC - *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

O custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC) demonstra de que forma o capital das companhias está constituído, em outras palavras, identifica qual a porcentagem do capital que pertence a terceiros e qual porcentagem corresponde ao capital próprio da companhia, para Assaf Neto (2017, p. 246):

A estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento, oriundas de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios (patrimônio líquido). O estudo de estrutura de capital é fundamental para as decisões financeiras. Na busca do objetivo de maximização da riqueza, a empresa deve selecionar uma composição das fontes de financiamento que promova a minimização do custo médio ponderado de capital (WACC). (ASSAF NETO, 2017, p. 246).

Portanto, Assaf Neto (2017, p.152) relata que: “O custo de capital dos acionistas e credores é geralmente expresso como uma média ponderada dos custos pela participação de cada fonte de financiamento e conhecido na literatura financeira por WACC.”.

A identificação do custo de capital é necessário para melhorar as decisões relacionadas as políticas de financiamentos das companhias, é importante destacar, que a forma com que as companhias tomam suas decisões, em relação aos seus projetos de investimentos, poderão contribuir para o aumento ou diminuição do valor da empresa.

No tocante à estrutura de capital, é fundamental destacar a importância de se buscar uma estrutura considerada “ótima”. Assaf Neto (2017, p. 247) ensina que:

O estudo da estrutura de capital está estreitamente relacionado com o custo de capital total da empresa. O conceito de estrutura ótima de capital vincula-se, por seu lado, à proporção de recursos próprios e de terceiros a ser mantido por uma empresa que leva à maximização da riqueza de seus acionistas.

A forma ideal de composição do capital é aquela que levará a companhia a atingir ótimos resultados, nessa perspectiva Assaf Neto (2017, p. 247), define: “Estrutura ótima de capital é a composição das fontes de financiamento, próprias e de terceiros, que minimiza o custo total de capital (WACC), levando à maximização do valor da empresa.”.

Alguns autores abordam o WACC como taxa de retorno mínima para que se realize um investimento ou o mantenha, visando alcançar a valoração da companhia, essa taxa é obtida por meio da estrutura de capital, para Gitman (2010, p. 432):

O custo de capital é a taxa de retorno que uma empresa precisa obter nos projetos em que investe, para manter o valor de mercado de sua ação. Também pode ser considerado a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital no mercado, para que seus fundos sejam atraídos para a empresa. Se o risco for mantido constante, os projetos com taxa de retorno superior ao custo de capital elevarão o valor da empresa, e aqueles com taxa de retorno inferior reduzirão esse valor.

Na percepção de Lin e Huang (2011, apud OLIVEIRA et al. 2014, p. 2) é possível mensurar a criação do valor das empresas, os autores discorrem:

É possível mensurar a criação de valor em uma organização pela diferença entre o retorno de um investimento e o seu custo total de capital, ou seja, a diferença entre o ROIC (retorno sobre o capital investido) e o WACC (custo médio ponderado de capital). Assim quando uma empresa possui um retorno sobre o investimento (ROIC) maior que o custo total de capital (WACC), é considerado que a empresa possui uma grande eficiência na utilização de seus recursos para a geração de vantagens competitivas.

Alguns fatores de risco econômico, podem afetar o WACC, por exemplo, o Risco Econômico Operacional: corresponde às atividades da empresa, considera-se a possibilidade da empresa não alcançar os resultados esperados; e o Risco Financeiro: está relacionado com o endividamento da empresa, considera-se a incapacidade ou dificuldade da empresa em honrar seus compromissos.

O imposto de renda também deve ser considerado para determinar o WACC, na perspectiva de Gitman (2010, p. 433) “Os custos relevantes são aqueles apurados após o imposto de renda. Em outras palavras o custo de capital é medido depois do imposto de renda.”.

Dessa forma, a fórmula mais adequada que expressa o custo do capital, conforme apontado por Assaf Neto (2014, p. 336) e considerando o entendimento de Gitman (2010) quanto ao imposto de renda, é a seguinte:

$$\text{WACC} = (K_e \times \text{WPL}) + (K_i \times \text{WP}) \times (1 - \text{IR})$$

Onde:

K_e : é o custo de capital próprio;

WPL: é a participação do capital próprio no total (patrimônio líquido + dívidas);

K_i : o custo do capital de terceiros (custo da dívida);

WP: a participação do capital de terceiros no total (patrimônio líquido + dívidas);

IR: taxa de imposto de renda.

Corroborando o entendimento de Gitman (2010), quanto ao custo de capital, ou seja, seu valor para o financiamento de ativos. Assaf Neto (2017, p. 152) também considera que o cálculo do “[...] WACC equivale ao custo total de capital alocado para financiar seus ativos. É calculado pela soma do custo de cada fonte de recurso ponderado pela respectiva participação relativa no total do investimento (Ativo Total).”.

Conforme exposto, fica claro a importância da avaliação dos indicadores financeiros e de rentabilidade ROE, ROIC e WACC, tanto para os acionistas, quanto para os administradores, cada um deles possui uma função que contribui para a análise da saúde do negócio, ou seja, descubrem se está gerando ou corroendo o valor do investimento. São importantes para identificar a capacidade econômica e financeira das companhias e responsável por auxiliarem nos processos de tomadas de decisões.

3 METODOLOGIA

A metodologia que será aplicada a esta pesquisa obedecerá aos padrões existentes e já consagrados no universo científico. Para Ramos (2009, p. 133), “A metodologia científica, então, como suporte da pesquisa permite o questionamento sistemático da realidade”. Dessa forma, ao questionar a realidade, procura-se a solução mais adequada para problemas reais da sociedade.

A presente pesquisa terá natureza exploratória. Por meio da investigação do problema, procura-se fornecer informações de forma precisa sobre o tema.

Seguindo o entendimento de Gil (2008, p. 27) a pesquisa exploratória “[...] tem como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores.”. Nesse sentido haverá a busca pelo aprimoramento das ideias quanto à governança corporativa nas empresas, servindo como referencial para futuros trabalhos.

Há que se destacar que a presente pesquisa não tem o condão de exaurir os questionamentos no tocante à adoção de governança.

Em relação à abordagem, os dados coletados serão analisados no método qualitativo e apresentados em três etapas que são geralmente seguidas conforme apresentado por Miles e Huberman (1994 apud GIL 2008, p. 175) que são: redução, exibição e conclusão/verificação. Haverá também abordagens de forma estatística dos dados, com o intuito de chegar a resultados mais precisos. Os dados a serem utilizados serão referentes aos exercícios dos anos de 2002 até 2017 das empresas listadas nos segmentos de governança corporativa da BMF&Bovespa.

3.1 PESQUISA

A partir do que foi definido como objetivo geral e como objetivos específicos, a presente pesquisa tem como finalidade verificar a relação da governança corporativa com os indicadores de retorno e rentabilidade ROE, ROIC e WACC, ajudando a compreensão dos indicadores e do processo de governança corporativa.

Com base no problema de estudo definido, assim como nas hipóteses levantadas e dos objetivos estabelecidos, a pesquisa analisará quatro companhias listadas no segmento de Novo Mercado, abordando de forma exploratória a investigação do problema e analisando os dados coletados de forma qualitativa.

Para identificar tal relação, no primeiro momento analisaremos o lucro auferido pelas empresas ao longo dos anos, partindo desde 2002. Vamos comparar o desempenho financeiro das companhias ano a ano e confrontá-los com a classificação de Novo Mercado. Identificaremos se há por parte das empresas governança e gestão tributária e verificaremos a composição do conselho de administração, a fim de relacioná-lo com o desenvolvimento do lucro. Dessa forma, buscamos demonstrar se essas companhias melhoraram ou não, em termos de desempenho financeiro, os lucros auferidos subsequentes à adoção da classificação de Novo Mercado.

No segundo momento, será realizada a análise dos indicadores ROE, ROIC e WACC, a fim de verificar se houve ou não melhoria no comportamento desses indicadores, para isso, apontaremos novamente o histórico ao longo dos últimos cinco anos, partindo de 2013 até 2017. Verificaremos o balanço patrimonial das empresas, as demonstrações de resultados dos exercícios e outros relatórios, essa análise tem o objetivo de evidenciar se esses indicadores obtiveram melhora após a adoção da classificação de Novo Mercado.

A origem dos dados se dará por meio de amostra de empresas que compõe o segmento do novo mercado, tais dados serão coletados diretamente da BM&FBovespa.

A análise de dados dividido em dois momentos consiste em identificar a relação que a governança corporativa possui com o desempenho financeiro das companhias e com o comportamento dos indicadores de retorno e rentabilidade analisados.

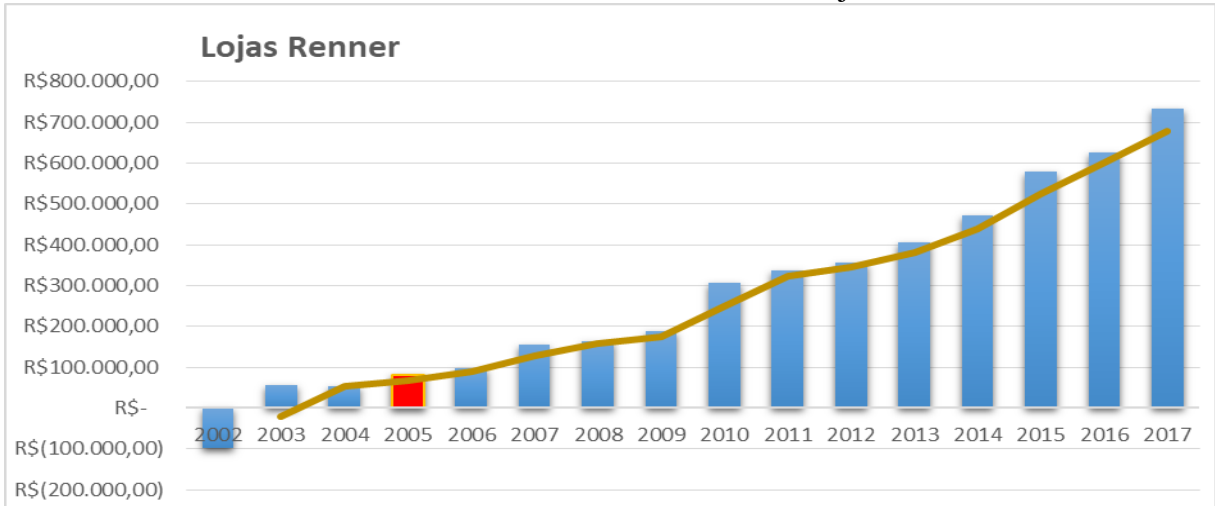
4 ANÁLISE DOS DADOS

A análise de dados será dividida em dois momentos, no primeiro momento, abordaremos a relação da governança corporativa com o lucro das empresas. Verificou-se nessa abordagem que o fato dessas companhias estarem listadas no segmento de Novo Mercado, e, portanto, adotando a todos os regramentos requeridos da BM&FBovespa, contribuiu para a melhora do lucro dessas companhias.

Os gráficos abaixo demonstram a evolução do lucro das empresas, conforme informações coletadas na BM&FBovespa, o destaque em vermelho representa o ano de

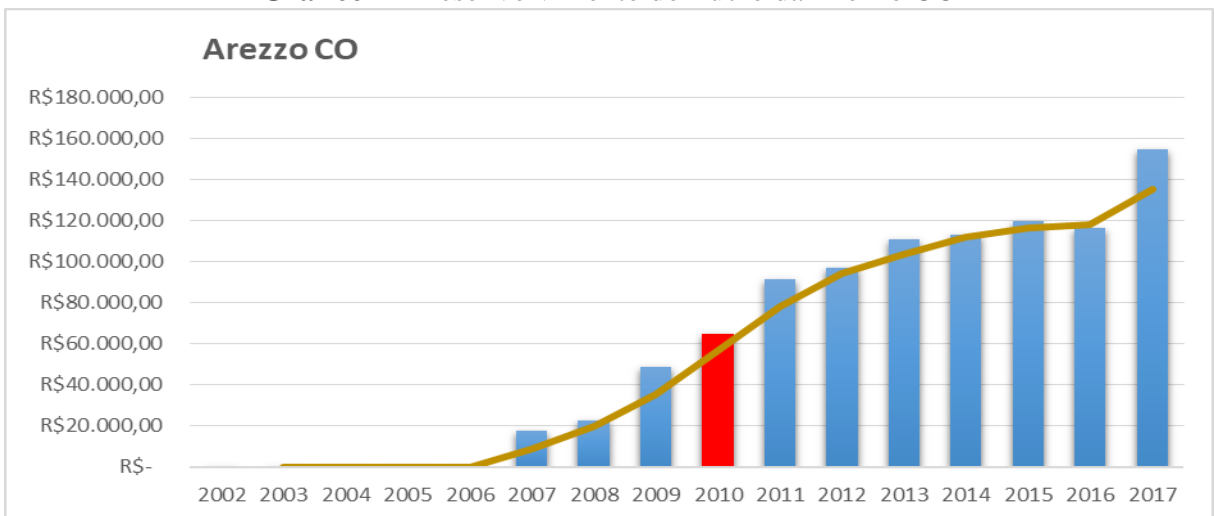
adoção ao segmento de Novo Mercado e a linha em amarelo representa a tendência calculada sobre a média móvel a cada dois períodos:

Gráfico 1 - Desenvolvimento do Lucro das Lojas Renner



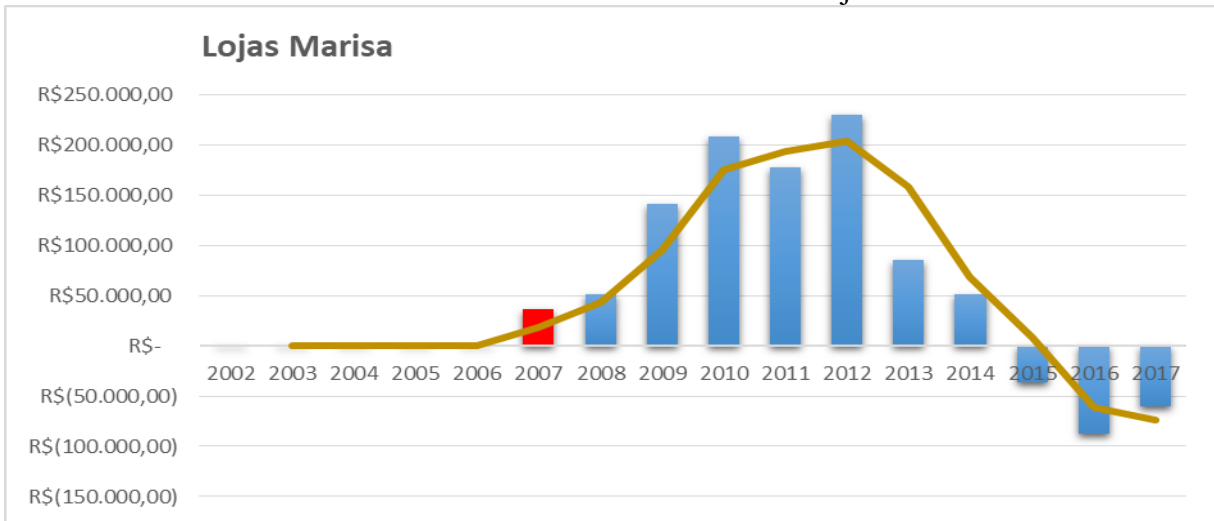
Fonte: BM&FBovespa (2018)

Gráfico 2 - Desenvolvimento do Lucro da Arezzo CO



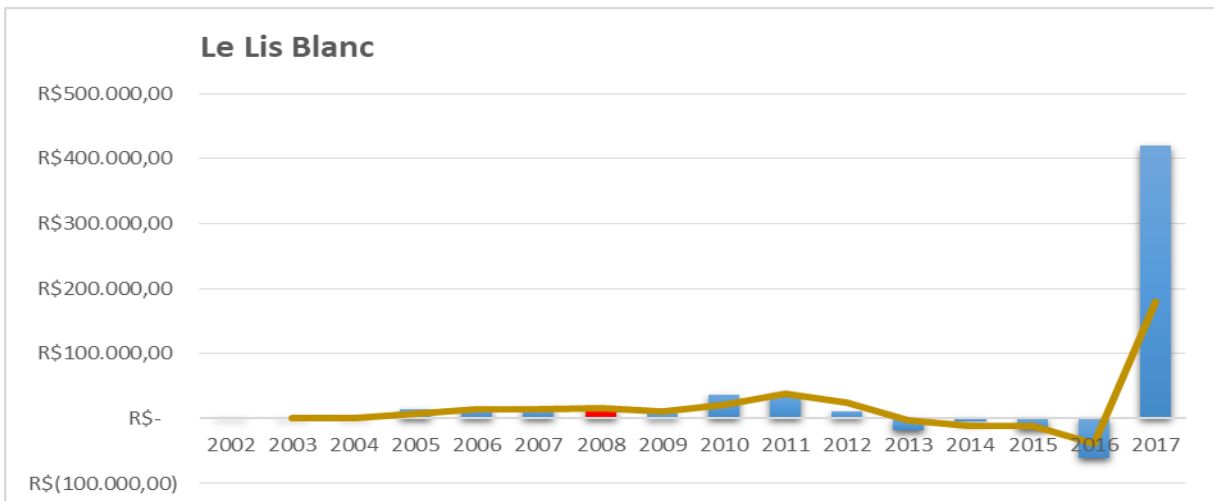
Fonte: BM&FBovespa (2018)

As companhias “Lojas Renner” e “Arezzo CO” apresentam uma evolução crescente no lucro do exercício a partir do momento em que passam a ser listadas no segmento de Novo Mercado, respectivamente nos anos de 2005 e 2010, conforme demonstrados na linha de tendência.

Gráfico 3 - Desenvolvimento do Lucro das Lojas Marisa

Fonte: BM&FBovespa (2018)

A companhia “Lojas Marisa” apresenta uma evolução crescente no lucro de 2007, ano em que passa a ser listada no segmento de Novo Mercado, evolução que vai até 2012, a partir de 2013, o lucro começa a diminuir, chegando a ficar negativo nos anos de 2015 até 2017, conforme demonstrado na linha de tendência.

Gráfico 4 - Desenvolvimento do Lucro da Le Lis Blanc

Fonte: BM&FBovespa (2018)

A companhia “Le Lis Blanc” apresenta o comportamento mais curioso em relação as outras três companhias analisadas, conforme demonstrado na linha de tendência, a partir do momento em que essa empresa passa a ser listada no segmento de Novo Mercado em 2008, o seu lucro no ano seguinte, 2009, diminui, em 2010 e 2011 houve uma pequena recuperação e um pouco de aumento, de 2012 em diante lucro volta a diminuir e a companhia começa a dar

prejuízo até 2016, em 2017, o lucro tem um enorme salto, algo estimado entre 10 a 10,5 vezes a mais da média do seu lucro.

De acordo com o comportamento dos gráficos, podemos sugerir que o fato dessas companhias comporem o segmento do Novo Mercado, e portanto, praticarem atos de governança corporativa, impacta as empresas de forma positiva. É evidente que em três das quatro empresas analisadas houve um aumento significativo em seus lucros logo após aderirem aos requisitos do Novo Mercado.

A quarta empresa cujo comportamento no desenvolvimento de seu lucro é bastante curioso, não contraria a hipótese, de modo que, mesmo que essa melhoria não tenha ocorrido imediatamente, a empresa se manteve no mesmo patamar em que se encontrava antes da listagem no Novo Mercado, e, ao final do período analisado, apresentou melhoria em seu lucro.

Portanto, podemos concluir que a hipótese levantada é válida e que as empresas que compõem o segmento de Novo Mercado, possuindo classificação máxima em termos de governança corporativa, aumentam o seu lucro.

Olhando ainda para os gráficos de lucros, podemos evidenciar se essas empresas estão sendo eficientes ou não em gerir seus tributos. O quadro a seguir demonstra a alíquota efetiva que essas empresas estão pagando de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Foi observado nas notas explicativas que a alíquota nominal vigente para essas companhias é de 34%.

Tabela 1 - Alíquota Efetiva do IR e CLSS

	Alíquota Efetiva do Imposto de Renda e Contribuição Social			
	Lojas Renner	Lojas Marisa	Arezzo CO	Le Lis Blanc
2013	34,00%	34,00%	30,18%	34,00%
2014	33,43%	34,00%	30,18%	34,00%
2015	30,15%	34,00%	27,28%	34,00%
2016	28,35%	34,00%	26,02%	34,00%
2017	27,03%	34,00%	15,56%	34,00%

Fonte: BM&FBovespa (2018)

A taxa nominal ou alíquota nominal representa quanto o mercado cobra das companhias. É uma taxa definida, que nesse caso representa 34% para todas as quatro companhias. A taxa efetiva, por sua vez, representa a percentagem real que as companhias pagam sobre seus impostos. Como elencado no referencial teórico, as companhias podem diminuir a carga tributária por meio da utilização de mecanismos legais, tais práticas estão relacionadas aos processos de planejamento e governança tributária das companhias.

Comparando o gráfico de evolução do lucro das companhias com o quadro acima, podemos justificar o desenvolvimento crescente do lucro por parte das companhias “Lojas Renner” e “Arezzo CO”. Essas empresas exercem a governança tributária de modo eficiente, fazendo com que elas paguem menos impostos do que as outras duas companhias, aumentando dessa forma seus lucros.

As companhias “Loja Marisa” e “Le Lis Blanc”, por sua vez, não identificaram em suas notas explicativas a porcentagem de sua alíquota efetiva do imposto de renda e da contribuição social, com isso, podemos supor que tais companhias pagam o valor da alíquota nominal que é de 34%. Podemos identificar que a governança tributária nessas companhias não é eficiente e, por isso, os gráficos de evolução do lucro apresentam comportamento com várias variações durante o período, inclusive apresentando prejuízos em alguns anos.

Para o investidor que procura aumentar o seu lucro, as formas de investimentos menos interessantes e por sua vez mais arriscadas são os das companhias “Loja Marisa” e “Le Lis Blanc”, pois essas companhias apresentam constantes variações no lucro, tornando o investimento mais arriscado.

Outro fator que poderíamos abordar para justificar o comportamento do lucro nas companhias “Lojas Renner” e “Arezzo CO” seria a forma que o conselho de administração é composto, tendo em vista o nível de graduação e especialização de cada membro, o processo de tomada de decisão poderá direcionar o lucro de formas diferentes. Verificaremos conforme o quadro a seguir a composição dos conselhos de administração, com base na formação profissional dos membros do conselho de administração. Analisaremos as formações que fazem diferença no processo de tomada de decisão, com foco no desempenho operacional, sendo elas Contador, Administrador e Economista.

Tabela 2 - Composição do Conselho de Administração

Composição do Conselho de Administração				
Companhias →	Lojas Renner	Arezzo CO	Lojas Marisa	Le Lis Blanc
Profissões ↓				
Administrador	3	3	1	3
Advogado	1	0	0	0
Contador	0	0	0	0
Computação	0	1	0	0
Economista	1	1	0	2
Engenharia	0	1	1	2
Publicidade e Marketing	0	0	2	0
Sistema de Informação e Comunicação	1	0	0	0

Não Identificado	2	1	1	0
Total de Membros	8	7	5	7

Fonte: Elaborado pelo autor com dados obtidos diretamente das páginas virtuais das companhias

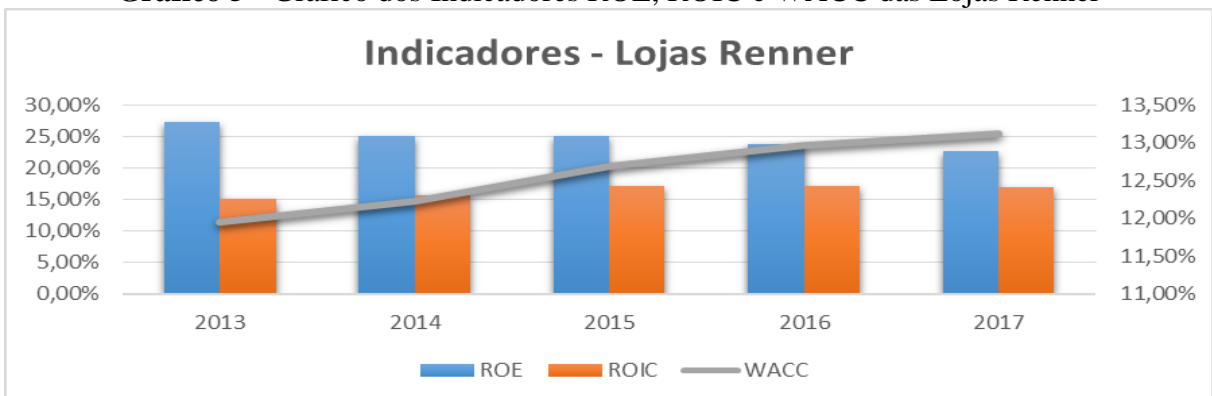
Com exceção da companhia “Lojas Marisa”, as outras empresas têm no mínimo a metade de seus conselheiros distribuídos nas profissões analisadas e que possuem relação com o processo de tomada de decisão e foco em melhoria do desempenho operacional e financeiro, contribuindo, dessa forma, com a análise da evolução do lucro, ou seja, essas três empresas melhoraram ao longo dos anos o seu lucro financeiro.

A companhia “Lojas Marisa” possui menos da metade de seus membros distribuídos nessas profissões e também é a empresa que mais acumula prejuízo, segundo a análise da evolução do lucro, de tal forma, que é possível indicar relação da estrutura do seu conselho com seu baixo desempenho operacional.

A segunda etapa parte da pesquisa consiste em analisar o comportamento dos indicadores ROE, ROIC e WACC. Identificaremos nesta análise se a empresa está gerando valor para o acionista por meio da relação (ROIC x WACC), de forma que, quando o ROIC for maior que o WACC, significa dizer que a empresa está gerando valor aos acionistas e quando for menor a empresa estará destruindo o valor.

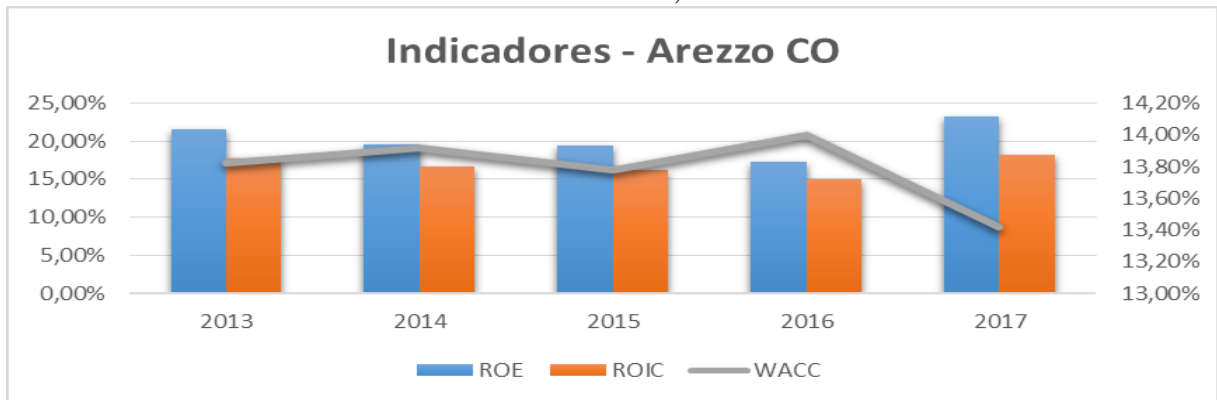
A comparação dos indicadores ROIC e ROE servirá também para identificar se a empresa está gerando valor para os seus acionistas, de forma que, quando o ROE for maior que o ROIC, significa dizer que a empresa está gerando valor e quando for menor a empresa estará destruindo o valor. Identificamos tal relação nos quadros abaixo:

Gráfico 5 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC das Lojas Renner



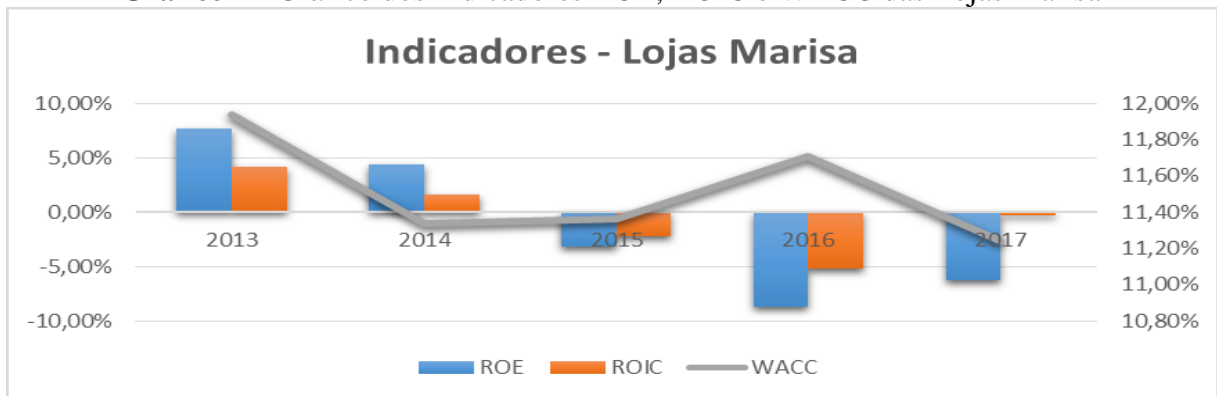
Fonte: BM&FBovespa (2018)

No caso das “Lojas Renner”, percebemos por meio do gráfico a relação $ROIC > WACC$ e $ROE > ROIC$, nas duas análises a companhia ao longo dos últimos 5 anos, está gerando valor para o acionista.

Gráfico 6 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC da Arezzo CO

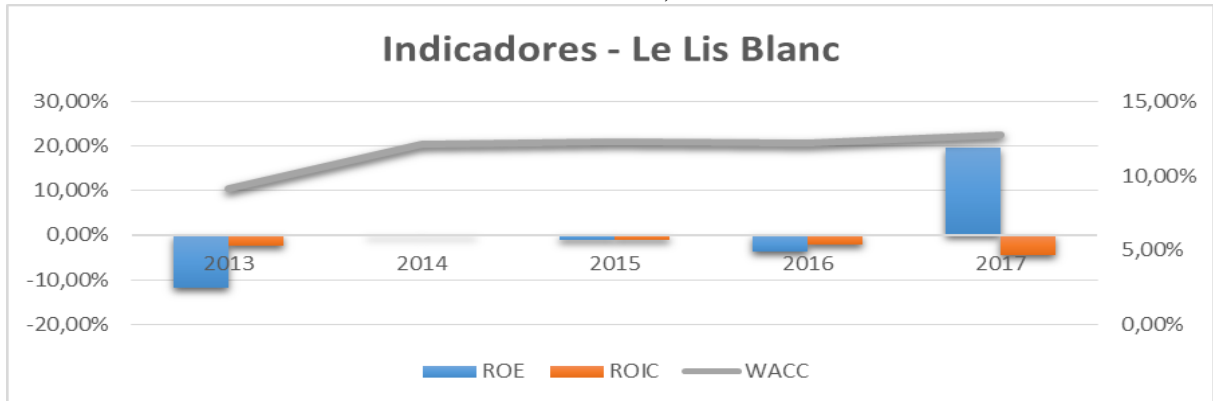
Fonte: BM&FBovespa (2018)

No gráfico da companhia “Arezzo CO”, percebemos a relação $ROIC > WACC$ e também $ROE > ROIC$, dessa forma, nas duas análises a companhia ao longo dos últimos 5 anos está gerando valor para o acionista.

Gráfico 7 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC das Lojas Marisa

Fonte: BM&FBovespa (2018)

No gráfico da companhia “Lojas Marisa”, percebemos a relação $WACC > ROIC$ nos últimos 5 anos, o que significa que a empresa ao longo desse período está destruindo seu valor para os acionistas. Identificamos também o $ROE > ROIC$ nos anos 2013 e 2014, em que nesse caso a empresa estaria gerando valor, contrariando a análise desse período pela relação ($WACC \times ROIC$). Podemos supor que alguns acontecimentos nesse período fizeram com que o ROE ficasse maior que o ROIC, mas se observarmos o gráfico de desenvolvimento do lucro, foi justamente no ano de 2013 que companhia começou a declinar o seu lucro, e com isso, podemos dizer que a empresa destruiu nesse período (2013 e 2014) o valor para o acionista. Podemos identificar também a relação $ROIC > ROE$, nos anos de 2015 até 2017, alinhando dessa forma com a análise ($WACC > ROIC$), de forma que a relação dos indicadores indica o $ROIC > ROE$, ou seja, a empresa está destruindo valor.

Gráfico 8 - Gráfico dos Indicadores ROE, ROIC e WACC da Le Lis Blanc

Fonte: BM&FBovespa (2018)

Por último, em relação aos indicadores da companhia “Le Lis Blanc”, percebemos no gráfico $WACC > ROIC$, o que significa que a empresa está destruindo seu valor. Identificamos que a relação nos anos de 2013 a 2016 foi de $ROIC > ROE$, nesse caso durante esses quatro anos a empresa destruiu seu valor. Identificamos também que no ano de 2017 a relação foi de $ROE > ROIC$, contrariando dessa forma a análise ($WACC \times ROIC$). Podemos perceber no gráfico de evolução do lucro que no ano de 2017 a empresa teve um aumento gigantesco em seu lucro se comparado com os anos anteriores, com isso, podemos concluir que para o anos de 2017 a empresa agregou valor aos acionista, principalmente por causa do aumento do lucro.

Dessa forma, percebemos nessa segunda parte da análise, o quanto é importante se atentar a esses indicadores, quanto melhor for o desempenho desses indicadores e do lucro da companhia, mais atrativo será o investimento, atestando, dessa forma, a hipótese da eficiência de atrair investidores com base no desempenho dos indicadores.

Podemos também atestar que a hipótese que dispõe sobre a cobrança por parte do mercado é verdadeira, exigindo, dessa forma, uma gestão mais efetiva e de qualidade por parte dos administradores em relação aos resultados.

4.1 CONSIDERAÇÃO PRELIMINARES

Durante o desenvolvimento da pesquisa, encontramos certas limitações no que tange alguns acontecimentos, como por exemplo a obtenção precisa de algumas informações, tais como: a qualificação profissional de todos os membros do conselho de administração e a

alíquota efetiva do imposto de renda e contribuição social das companhias “Lojas Marisa” e “Le Lis Blanc”, para essas duas companhias foi utilizada a alíquota nominal que é de 34%.

A proposta inicial de analisar o desenvolvimento do lucro das quatro companhias teve que ser ajustada, sendo que apenas umas das companhias estava listada na BM&FBovespa no ano de 2002. Todas outras companhias foram listadas em anos posteriores, impossibilitando, dessa forma, a obtenção de informação sobre seus lucros antes da listagem na bolsa de valores.

Para o cálculo do WACC, utilizamos uma taxa de capital próprio e capital de terceiros constantes em todos os anos analisados. Utilizamos uma taxa de 9% para capital de terceiros, por entender que se aproximaria de uma média das quatro companhias e uma taxa de 15% para capital próprio, como essa taxa é subjetiva e varia com base na percepção do investidor, procuramos atender ao conceito o qual afirma que o custo do capital próprio sempre será maior do que o de capital de terceiros. Adotamos também uma taxa constante de 15%, referente ao imposto de renda para as quatro companhias.

Foi utilizado durante toda a análise apenas os resultados consolidados das companhias, de forma que houvesse maior aproximação com a realidade.

Por fim, o tempo para desenvolvimento da pesquisa foi o fator mais relevante, em virtude disto, alguns ajustes foram feitos no projeto inicial para que pudesse ser concluído dentro do prazo definido.

5 CONCLUSÃO

O mercado de capital brasileiro, formado pelas empresas que compõe a BM&FBovespa, vem aprimorando ao longo dos últimos 20 anos formas mais seguras e eficientes de criar informação para seus usuários. Essa preocupação surgiu em virtude de vários escândalos envolvendo grandes companhias da época. Vários países e o Brasil com objetivo de zelar pela proteção dos investidores, iniciou discussões a respeito de práticas de governança corporativa, dessa forma, surgiu segmentos especiais na BM&FBovespa que traziam tais características, ao mesmo tempo em que zelavam pela proteção dos investidores agregavam valor às companhias, dando visibilidade e credibilidade em troca de informações transparentes.

A partir do desenvolvimento de um estudo empírico, a pesquisa identificou a relação da governança corporativa com alguns dos indicadores econômicos utilizados no mercado de empresas integrantes da BM&FBovespa, mais precisamente no segmento de Novo Mercado.

Para tal, selecionamos as empresas a serem utilizadas na pesquisa. Foram coletadas as informações necessárias de cada indicador descrito, realizando, dessa forma, a análise dos dados levantados.

Assim, diante das informações obtidas e com base no referencial teórico abordado, os resultados sugerem a existência de relação positiva da governança corporativa com os indicadores analisados. Fica evidenciado nos gráficos de desenvolvimento de lucro das companhias que durante o período analisado, após a adoção de tais práticas e obtenção da classificação no segmento de Novo Mercado, três das quatro companhias melhoraram de forma significativa o lucro.

Foi obtido resultados que confirmam os impactos positivos ou negativos, no que tange o aumento do lucro por parte das companhias, influenciados na forma da composição do conselho de administração e práticas eficientes de governança tributária.

Quanto aos indicadores ROE, ROIC e WACC, também foi possível identificar e relacioná-los às boas práticas de governança corporativa. Verificamos durante a análise que o comportamento de cada indicador reflete o desempenho obtido pelas empresas no período, tal desempenho, como dito anteriormente, tem relação positiva com as práticas de governança corporativa.

Conforme ressaltado por Rossetti e Andrade (2014), as práticas de governança corporativa representam um conjunto de princípios e propósitos que visam atender aos objetivos das companhias e dos investidores, buscando a maximização dos lucros por meio de tomadas de decisões eficientes por parte dos administradores. Apesar da pesquisa não ter analisado todos os indicadores importantes existentes no mercado, nem todas as práticas de governança corporativa sujeitas às empresas do segmento de Novo Mercado e considerando algumas limitações encontradas durante o desenvolvimento da pesquisa, este estudo espera ter contribuído para a compreensão acerca da relação da governança corporativa com os indicadores econômicos do mercado. Todavia, sugere-se a realização de novas pesquisas abordando uma maior quantidade de variáveis em um intervalo de tempo significativo.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out. /nov. /dez., 2004.

ASSAF NETO, A. *Curso de administração financeira*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ASSAF NETO, A. *Fundamentos de administração financeira*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BM&FBOVESPA. *Diretrizes de Governança Corporativa*. BM&FBOVESPA, 2015.

Disponível em: <

http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_2/Diretrizes_de_Governanca_Corporativa_da_BM_FBOVESPA.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2018.

BM&FBOVESPA. *Segmentos de listagem: novo mercado*. 2016. Disponível em: <

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 26 ago. 2018.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. *Fundamentos da moderna administração financeira*.

Tradução de Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CAMARGO, R. F. Entenda como o Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) tem tudo a ver com o desempenho da sua empresa. *Treasy*, 4 mar. 2017. Disponível em:

<<https://www.treasy.com.br/blog/retorno-sobre-o-capital-investido-roic/>>. Acesso em: 13 out. 2018.

CHIAVENATO, I. *Gestão financeira: uma abordagem introdutória*. 3. ed. Barueri: Manole, 2014.

DIAS, R. S.; SOUZA, J. V.; OLIVEIRA, L. K. O modelo de Greenblatt: evidências no mercado de ações brasileiro entre 2002 e 2012. *Revista Gestão e Desenvolvimento*, Novo Hamburgo, v. 12, n. 2, aug. 2015. ISSN 2446-6875. Disponível em:

<<https://periodicos.feevale.br/seer/index.php/revistagestaoedesenvolvimento/article/view/331>>. Acesso em: 26 ago. 2018.

DUANE IRELAND, R. *Administração estratégica*. Tradução Foco Traduções; Revisão técnica Paulo Roberto Gião, Moacir de Miranda Oliveira Junior. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. Tradução Allan Vidigal Hastings. Revisão técnica Jean Jacques Salim. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GOMES, A. P. M. *A influência das características da governança corporativa na gestão tributária das empresas brasileiras*. 2012. 147 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria: Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2012. Disponível em:

<http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUOS-8WBHWT/disserta__o_antonio_paulo_machado_gomes.pdf?sequence=1>. Acesso em: 26 ago. 2018.

GROPPELLI, A. A. *Administração Financeira*. Tradução Célio Knipel Moreira. Revisão técnica João Carlos Douat. Colaboração especial Arthur Ridolfo. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

HIGGINS, R. C. *Análise para Administração Financeira*. Tradução: Equipe Bookman. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2015. ISBN 978-85-99645-38-3. Disponível em: <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 26 ago. 2018.

OLIVEIRA, G P. *Contabilidade Tributária*. 4. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2013.

OLIVEIRA, S F. R.; SARTORELLI, J.; JR. POKER, J. H. Avaliação financeira do capital humano: comparação entre o IBASE e a GRI como fontes de informação contábil. *Convibra*, 2014. Disponível em: <http://www.convibra.com.br/upload/paper/2014/81/2014_81_10111.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2018.

RAMOS, A. *Metodologia da pesquisa científica: como uma monografia pode abrir o horizonte do conhecimento*. São Paulo: Atlas, 2009.

RIBEIRO, O. M.; PINTO, M. A. *Introdução à Contabilidade Tributária*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SANTOS, L. R. *A governança empresarial e a emergência de um novo modelo de controladoria*. 2004. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier 2015.

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

TÔRRES, H. *Direito Tributário Internacional: planejamento tributário e operações transnacionais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

WERNKE, R. *Gestão Financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais*. Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.