

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ANDRÉ SOL DOMINGUES DE CARVALHO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-  
FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR DE VAREJO**

**Rio de Janeiro**

**2022**

**ANDRÉ SOL DOMINGUES DE CARVALHO**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO-  
FINANCEIRO DAS EMPRESAS DO SETOR DE VAREJO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
FACC – Faculdade de Administração e Ciências  
Contábeis como parte dos requisitos para a  
Conclusão do Curso de Bacharel em Ciências  
Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Dilo Sérgio de Carvalho  
Vianna.

**Rio de Janeiro**

**2022**

## RESUMO

CARVALHO, André Sol Domingues. Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de varejo. Rio de Janeiro, 2022. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - FACC, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022

O propósito da presente pesquisa é examinar a associação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro das companhias do setor de varejo listadas na B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO) considerando o período de 2019-2020. A base de dados utilizada para calcular o grau de governança foram os sites das próprias empresas, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da B3 e os indicadores foram coletados na base Economatica. Foi utilizada a regressão linear simples para analisar as relações. Os resultados apontaram que todos os indicadores possuem uma relação positiva, demonstrada pela inclinação da reta das análises estatísticas. Todavia, para todos os indicadores as análises apontaram problemas no grau de significância das amostras e no grau de predição dos modelos. Algumas possibilidades podem explicar estes resultados: o tamanho da amostra, o diferenciado número de segmentos do varejo e o fato de que estas organizações são relativamente novas na B3, dessa forma também iniciantes na preocupação com a governança.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Varejo, Desempenho Econômico-Financeiro.

## SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO</b> .....	<b>4</b>
<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>5</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1. Governança corporativa e a teoria da agência</b> .....	<b>8</b>
<b>2.2. B3</b> .....	<b>9</b>
<b>2.3. Varejo</b> .....	<b>11</b>
<b>2.4. Indicadores econômico-financeiros</b> .....	<b>12</b>
<b>2.5. Estudos anteriores</b> .....	<b>13</b>
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	<b>15</b>
<b>4. ANÁLISE DOS DADOS</b> .....	<b>19</b>
<b>4.1 Índice de Governança Corporativa: Desempenho das empresas</b> .....	<b>19</b>
<b>4.2 Índice de Governança Corporativa 2019: Desempenho questionário</b> .....	<b>20</b>
<b>4.3 Índice de Governança Corporativa 2020: Desempenho questionário</b> .....	<b>21</b>
<b>4.4 Análise descritiva</b> .....	<b>22</b>
<b>4.5 Análise de Correlação de Pearson, Regressão Linear Simples e limitações</b> .....	<b>24</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>27</b>
<b>6. BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>28</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Em meados de 1980, a governança corporativa foi cunhada como um meio de proteger os acionistas das ações da administração. Esse conjunto de boas práticas, que tem como objetivo garantir os interesses, a ética e a transparência, se baseia no conflito de agência e se fortaleceu após casos de fraudes contábeis em grandes empresas no início do século XXI. É importante ressaltar que apesar do conflito entre agente e principal ser considerado recente, já foi mencionado anteriormente por Adam Smith em seu livro “A riqueza das nações” (SMITH, 2003).

O Brasil aderiu ao debate da teoria da agência, conforme adesão entre diversos países. O movimento ganhou notoriedade em 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) com o objetivo de disseminar conhecimento sobre o tema (IBGC, 2015). Em 2002, A Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado de ações brasileiro, publicou a cartilha com recomendações referentes às práticas (CVM, 2002). Em meio a esse período, a bolsa de valores brasileira, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), criou os segmentos conhecidos como níveis diferenciados de governança corporativa e o novo mercado. Desta forma além da legislação vigente, as empresas brasileiras puderam ter contato com essas demandas extras (B3, 2022).

O comércio é uma das atividades mais antigas da sociedade desde o escambo até as trocas monetárias, segundo Donato (2012). Essa atividade é representada na economia pelo setor de varejo. A Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (SBVC) ressalta a abertura de capital do setor como um dos processos cada vez mais presente assim como a transformação digital (SBVC, 2020).

Pelos dados oficiais do IBGE, o Consumo das Famílias, a principal referência do volume que o varejo como um todo movimentou no país, foi de R\$ 4,48 trilhões em 2020, com queda de 5,5% sobre o ano anterior. O Consumo das Famílias tem um impacto de aproximadamente 61% no PIB brasileiro de R\$ 7,4 trilhões, tendo como base os números do ano de 2020. O setor varejista também representa cerca de 26% dos empregados formais do país além de marcar o terceiro ano consecutivo com saldo positivo de empregos apesar da pandemia (SBVC, 2021). Vista a relevância do varejo para economia do país, foi selecionado esse setor para análise neste estudo.

Nesse contexto, buscou-se estudos que exploraram o tema da governança corporativa, desempenho e o varejo. Os trabalhos produzidos por autores como Catapan e Colauto (2014),

Lima et al. (2015), Hoffmann, Kich e Nascimento (2016), Almeida et al (2018) e Barroso (2020) enriqueceram a base científica a respeito desses temas. Essas pesquisas ressaltaram a importância das boas práticas, como a governança agrega valor às companhias, a correlação entre a governança e o desempenho das ações na bolsa.

Os estudos de Catapan e Colauto (2014), Lima et al. (2015) e Almeida et al. (2018) verificaram a relação positiva entre as práticas da teoria da agência e o desempenho econômico analisando respectivamente todas as empresas listadas, as empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa e o setor de construção. O trabalho de Hoffmann, Kich e Nascimento (2016) serviu como base para análise do desempenho no setor de varejo. A pesquisa de Barroso (2020) analisou o setor de varejo e sua adequação as boas práticas de governança. No entanto, não foram identificados estudos relacionando o desempenho das empresas com a governança corporativa no setor do varejo.

Conforme foi visto pela revisão da literatura, a discussão em relação aos impactos no desempenho das organizações praticantes da Governança Corporativa tem obtido resultados positivos em pesquisas de setores específicos e gerais. Com o intuito de contribuir com a literatura específica, o objetivo deste estudo é analisar se um maior nível de adesão às práticas de governança corporativa está atrelado a um melhor desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras do setor de varejo. O estudo também oferece sua contribuição para as operadoras de varejo de forma geral, inclusive para as não listadas na B3, pois procura apontar resultados que ajudam no desenvolvimento do modelo de governança e, por consequência, na sua sustentabilidade.

A partir dessas premissas, por meio de um instrumental de análise quantitativa aplicada à uma base de dados setorial do varejo, este estudo investiga uma hipótese para uma questão ainda latente: a associação do nível de governança, representado pelo IGC, ao desempenho organizacional auferido por indicadores econômico-financeiros, medindo os aspectos de criação de valor, econômico e operacional.

O IGC é baseado no *checklist* de perguntas, estabelecendo o grau de divulgação, desenvolvido no estudo de Barroso (2020). Os indicadores foram os utilizados pesquisa de Catapan e Colauto (2014) e Almeida et al (2018). Os dados da pesquisa foram obtidos a partir da Economatica (2022), nos sites da B3, CVM e de relacionamento com o investidor das próprias empresas.

Diante do exposto, o estudo está organizado da seguinte forma: o primeiro capítulo é a introdução, o segundo o referencial teórico dividido em cinco partes, abordando a revisão da literatura de governança corporativa, da B3, de varejo, dos indicadores econômico-financeiros e de estudos anteriores, o terceiro apresenta a metodologia adotada, o quarto analisa os resultados obtidos e o quinto expõe as considerações finais da pesquisa.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A TEORIA DA AGÊNCIA

A governança corporativa emerge a partir da necessidade de dirimir os conflitos de agência entre os investidores e gestores, também entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (VALADARES; LEAL, 2000). Silveira (2010) define que conceitualmente a teoria mais aceita para discutir a temática da governança é a do agente-principal. Sendo a que busca o alinhamento de interesses da empresa e, por consequência, as medidas para mitigar os custos atrelados a essas divergências.

Sob a concepção de Shleifer e Vishny (1997), as boas práticas de governança devem ser compreendidas como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos das organizações asseguram o retorno sobre seu investimento. Por sua vez, La Porta et al. (2000) a define como o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores).

Segundo Konraht et al. (2016), a teoria da agência trata dos problemas relacionados ao fato de o proprietário não estar intimamente relacionado aos seus empreendimentos. Além de diagnosticar a natureza dos problemas existentes, essa teoria sugere mecanismos que asseguram a construção de um contrato o mais eficiente possível na solução dos problemas derivados da relação entre principal e agente (MARTINEZ, 1998). Portanto, uma contratação, do agente pelo principal, eficiente objetiva congruência de interesses, diminuição dos conflitos de agência e consequentemente redução do comportamento oportunista do administrador, desconsiderando os interesses do acionista (BARROSO, 2018).

Para Barbosa (2018), a governança corporativa tem por objetivo garantir a sintonia dos interesses do principal e do agente, atenuando possíveis conflitos de interesse que possam surgir e que venham a prejudicar a conduta e perenidade da empresa. De acordo com Konraht et al. (2016), a Governança Corporativa influencia os administradores a prestarem informações de melhor qualidade, ao renunciarem ao uso da discricionariedade para motivos particulares e divulgarem informações em congruência com os objetivos dos *stakeholders* da organização.

No cenário nacional, as questões levantadas pela governança corporativa levaram a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) ocorreu em 1995, com o intuito de produzir e difundir conhecimento acerca do tema. O IBGC define a governança corporativa como:



“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. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBGC, 2015, p. 20).

O IBGC estabelece quatro princípios básicos garantidores da boa governança (IBGC, 2015):

1. **Transparência:** consiste na disponibilização de informações além das previstas em leis e regulamentos, considerando também fatores intangíveis, que contribuem para a manutenção do valor da organização;
2. **Equidade:** visa pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e partes interessadas (*stakeholders*);
3. **Prestação de Contas:** determina a fácil compreensão e tempestividade nas prestações de contas;
4. **Responsabilidade Corporativa:** ocorre através dos agentes de governança que zelam pela viabilidade econômico-financeira, redução de externalidades negativas e aumento das positivas considerando os diversos capitais (financeiro, intelectual, humano, social ambiental, reputacional etc.).

Na bolsa de valores brasileira, a Governança Corporativa foi representada pelos cinco níveis diferenciados onde as empresas que aderem se comprometem a práticas além das obrigadas pela Lei 6404/76 (BRASIL, 1976). Esses níveis e suas obrigações serão explorados na próxima seção.

## **2.2. B3**

A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) é fruto da combinação entre BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros) e da CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados) com compromisso com o Brasil, com os clientes, com a inovação e com o constante desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais (PORTAL DO INVESTIDOR, 2021). Em dezembro de 2000, a ainda Bovespa criou os cinco níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). Corroborando com o pensamento de Colombo e Galli (2012),

esses níveis incluem normas para as empresas e as diferenciam de acordo com o nível de comprometimento com as práticas de boa governança corporativa, almejando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

De acordo com Aguiar et al (2004), a BOVESPA, hoje B3, elaborou o Novo Mercado (NM) e os níveis diferenciados de governança corporativa principalmente para dirimir a assimetria informacional entre acionistas e companhias a partir de maior transparência quanto as informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem as novas regras. Macedo e Corrar (2012) completam que essa transparência proporcionaria mais investidores, por consequência aumentaria o volume de transações, com expectativa de geração de valor as empresas adotantes dos NDGC, com consequência de maior retorno sobre o patrimônio líquido e a longo prazo a redução dos custos de captação.

A criação do novo mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa foi feita para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, visto que era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas. Todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

O segmento Bovespa Mais é o primeiro dos níveis diferenciados de governança corporativa com objetivo desenvolver a bolsa de ações. Através dele empresas de pequeno e médio porte podem acessar o mercado de capitais, estabelecendo de forma evolutiva e devidamente planejada os padrões do segmento novo mercado. As empresas listadas nesse segmento atraem investidores que as consideram como um investimento de alto potencial de desenvolvimento e buscam retorno de médio e longo prazo (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

O Bovespa Mais 2 possui semelhanças ao Bovespa Mais, porém com exceções. Ações preferências (PN) são permitidas nesse segmento e concedem direito ao voto em situações específicas além de garantir o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador aos detentores de ações ordinárias e preferenciais no caso de mudança no controlador, com o direito de *tag along* de 100% diferente da legislação que pede apenas 80% (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

O segmento Novo Mercado direciona as empresas ao mais elevado grau de governança corporativa, dentre seus níveis diferenciados. Por conta disso, essas empresas optantes têm obrigações de governança extras além das exigidas por lei. A obrigatoriedade de um Comitê de Auditoria, Auditoria Interna e *Compliance* são exemplos do comprometimento da companhia com esse segmento, além de ter que seguir as obrigações do nível 1 e 2 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

O segmento Nível 2 tem como diferencial o direito de *tag along*, com exceções ao Novo Mercado como ações preferências (PN) que são permitidas. Todavia, as ações preferenciais dão poder de voto em situações críticas e é assegurado a equidade no tratamento concedido ao acionista controlador e aos detentores minoritários de ações ordinárias (ON) e preferenciais no caso de venda do controle da empresa ou saída do mercado de ações, (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

O segmento Nível 1 possui a característica básica de governança corporativa de contribuir para a transparência e acesso à informação pelos investidores, através da publicação de informações aquém das exigências pela legislação (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2021).

### **2.3. VAREJO**

De acordo com Ferreira (2014), a atividade de comercialização teve origem antes da industrialização dos produtos. Para Mattar (2011), o varejo teve início com o surgimento da moeda, gerando a estrutura de conduta de trocas de mercadoria.

A Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (SBVC) define varejo como atividade econômica de venda de um bem ou serviço para o consumidor final, portanto a transação entre um CNPJ e um CPF (SBVC, 2021). Conforme Kotler e Keller (2006), o varejo inclui toda atividade relativa à venda de produtos ou serviços diretamente ao consumidor final, para uso pessoal e não comercial. Sendo uma empresa varejista é qualquer empreendimento comercial o qual tenha a principal forma de faturamento a venda de pequenos lotes no varejo. Sob a concepção de Parente (2000), o varejo é todas as atividades que englobam o processo de venda de produto e serviços com a função de atender uma necessidade pessoal do consumidor final.

Com a evolução de nossa sociedade, as diferentes formas de praticar o varejo foram evoluindo. De acordo com Mattar (2011), o varejo não se limita a venda de produtos em lojas físicas, isto é, essa atividade pode ser praticada por diferentes canais, como venda direta, por telefone, pela internet, incluindo também os diferentes tipos de prestação de serviços. Dessa

forma, o varejo procurou aproximar a relação com os clientes e a adesão as novas tecnologias (SERRENTINO, 2016).

#### 2.4. INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS

Ao se voltar para a análise das demonstrações contábeis como ferramenta para tomada de decisões, as opções de análises proporcionadas por esses relatórios são diversas. Segundo Iudícibus (2012, p.92), “a técnica de análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da Contabilidade, considera esse recurso inestimável para analistas”.

Neste trabalho, serão abordados índices selecionados com base na revisão da literatura, através das pesquisas como Kappler e Love (2002), Silveira (2004) Gotardelo (2006), Catapan e Colauto (2014) e Lima et al (2015) Almeida et al (2018), sendo os mesmos agrupados em indicador econômico, operacional e de valor sendo respectivamente retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), o *EBITDA/Ativo* e a variação do valor de mercado.

A variação anual do valor de mercado (*VMVar*) é uma medida de valor baseada na avaliação do mercado no último dia de cada ano. A partir da análise de variância desse índice, Lima et al (2015) encontraram relação positiva entre os níveis superiores de governança corporativa da IBOVESPA.

Segundo Marques, Carneiro Júnior e Kühl (2008), o valor de mercado de uma companhia significa o montante resultante da multiplicação da cotação de sua ação no mercado pelo número de títulos em circulação. A maior limitação do indicador é sua volatilidade, visto que todo dia pode ocorrer variação diferente dos indicadores baseados nas demonstrações.

Quanto aos indicadores econômicos, Miranda (2012) e Rangel (2008) afirmam que os mais utilizados são o *Return On Asset (ROA)* e o *Return On Equity (ROE)*. Nesse sentido, o estudo de Almeida et al (2018) evidenciou uma relação estatisticamente positiva entre a Governança corporativa e esse indicador.

Assaf Neto (2015) explica que o *ROE* ou o retorno sobre o patrimônio líquido numa empresa é determinado pela relação verificada entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Complementa que o comportamento do índice é em função da rentabilidade das vendas (margem líquida) e do giro do patrimônio. O giro do patrimônio é o número de vezes que o patrimônio líquido foi utilizado em relação as vendas ocorridas.

Segundo Assaf Neto (2015), *EBITDA* tem uma definição similar à de fluxo de caixa operacional de uma empresa e deve ser verificado antes da apuração dos impostos sobre o lucro. Por considerar receitas auferidas e despesas incorridas, sem ponderar aquelas ainda a receber e a pagar, o *EBITDA* torna-se mais bem interpretado como um indicador de geração de caixa proveniente dos ativos operacionais. Dessa forma, é classificado como um indicador operacional.

Conforme Catapan e Colauto (2014), sugere-se dividir o *EBITDA* por outro indicador, com o intuito de padronizar o índice e, assim, realizar comparações entre as empresas ao longo da história. Silveira (2004) menciona que a relação *EBITDA* e nível de governança corporativa apontaram relação positiva, sugerindo que as empresas com maior *EBITDA* adotam melhores práticas de governança.

## 2.5. ESTUDOS ANTERIORES

Com temas similares ao deste trabalho, os conhecimentos sobre Governança Corporativa, Varejo e indicadores econômico-financeiros dos estudos apresentados a seguir junto de suas indagações e resultados que serviram como referência.

O estudo de Catapan e Colauto (2014) examina se existe relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 até 2012. Foram escolhidos os indicadores *Q* de Tobin, *EBITDA/Ativo*, *EBITDA/PL*, *ROA* e *ROE* para analisar a associação entre os itens constitutivos das práticas da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro da amostra. Por meio da regressão com dados em painéis para analisar as relações das informações coletadas junto ao sistema de divulgação de informações e o software empresa *Net* da Comissão de Valores Mobiliários, verificou-se que a Governança Corporativa possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro ilustrando a importância dessas práticas no ambiente empresarial.

A pesquisa realizada por Lima et al. (2015) analisa a relação entre os diferentes níveis de governança corporativa e entre a regulação dos setores das empresas com o desempenho econômico. Foram analisadas 150 empresas dos três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. Apesar do número total de 182 companhias listadas, foram excluídas 31 que não tinham informações acerca da variação na base de dados utilizada. Outra empresa foi retirada após ser classificada como outlier em relação a variação média da amostra, relacionadas com a variação de seu valor de mercado, no período de 2009 a 2012. Os dados foram analisados

com base na estatística descritiva e em análises inferenciais, testes de média e análise de variância. Foram obtidas evidências de que as empresas listadas nos níveis mais elevados do mercado diferenciado possuem melhor desempenho econômico, medido em termos de variação média do valor de mercado. Essa conclusão é confirmada se comparada entre cada nível também.

O objetivo do estudo realizado por Hoffmann, Kich e Nascimento (2016) é analisar o desempenho das varejistas Magazine Luiza e Via Varejo, no período de 2013 a 2015. O trabalho utiliza a análise das demonstrações contábeis por meio de 2 indicadores econômico-financeiros de cada um destes grupos: liquidez, rentabilidade e endividamento. Os autores constataram que a Via Varejo apresentou os melhores resultados em relação a Magazine Luiza, no entanto ambas foram afetadas pela crise de 2015, aumentando assim o seu endividamento e reduzindo a sua rentabilidade.

O trabalho de Almeida et al (2018) tem como objetivo identificar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho nas empresas de capital aberto do subsetor da construção e engenharia que integra o setor de construção e transporte da B3. Os dados financeiros de 2013 das 30 empresas que compõem a amostra, foram coletados por meio da B3 e da base Economática. A partir dos dados da Bolsa de valores foi produzido o índice de governança corporativa com *checklist* de 14 práticas de governança corporativa. Para o desempenho, utilizou-se o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) como indicador econômico, o *EBITDA*/Ativo como métrica operacional e o Q de Tobin como medida de valor. Verificou-se um nível de adesão moderado às práticas de governança. Quanto a influência do índice/práticas no desempenho, foi observada uma relação positiva em todos os três aspectos com destaque para o relacionado ao valor da empresa.

O trabalho de Barroso (2020) estudou o grau de divulgação das empresas listadas na B3 a partir de um *checklist* com 19 perguntas a serem medidas como variáveis binárias compondo o nível de divulgação de governança corporativa. A análise comparativa é feita entre dois grupos, sendo uma das amostras com as 22 maiores empresas do segmento varejo listadas na B3, conforme *ranking* da SBVC, e a outra de mesmo tamanho com empresas do “*Ranking* das 1000 Maiores” do Valor Econômico. Os resultados apontaram uma média de divulgação de 89,7% do grupo de varejo, que possui um número superior de empresas listadas no Novo Mercado, além de também possuir mais empresas em níveis diferenciados da bolsa. Apesar disso, o outro grupo apresentou média de 96,6%. O estudo evidencia a necessidade da melhor adequação do setor de varejo às boas práticas de Governança Corporativa.

### 3. METODOLOGIA

A presente pesquisa classifica-se como descritiva quanto aos seus fins, pois investiga a relação da governança corporativa e o desempenho empresarial, de modo a descrever a correlação entre os indicadores analisados. Segundo Vergara (2016), a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre as variáveis e definir sua natureza.

Foi utilizado no estudo a pesquisa quantitativa, pois os dados utilizados passaram por uma análise estatística a partir dos indicadores retirados via técnica contábil e cálculos aritméticos. Conforme o conceito de Beuren (2009, p. 92) essa abordagem é definida pelo “emprego de instrumentos estatísticos, pois este procedimento não é tão profundo na busca de conhecimento da realidade dos fenômenos, uma vez que se preocupa com o comportamento geral dos acontecimentos”

Com relação à classificação da pesquisa quanto à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa bibliográfica, pois faz uso de material publicado em livros e redes eletrônicas, sendo acessíveis ao público geral. Vergara (2016) destaca que esses documentos podem ser de fonte primária ou secundária, sendo estes os que não receberam qualquer tratamento analítico e aqueles os que de alguma forma já foram analisados.

A seleção das empresas varejistas foi feita a partir do *ranking* de 2019 e 2020 da SBVC: “As 300 Maiores Empresas do Varejo” filtrando as companhias de capital aberto na B3 e compondo a amostra de 20 e 23 empresas, respectivamente. Assim, serão observadas as variações, sendo adotados para análise de desempenho, índices econômicos, operacionais e de valor.

A coleta dos dados para formação dos índices foi feita por meio das informações secundárias disponibilizados na base Economatica (2022) para as variáveis dependentes de desempenho empresarial, pelos dados primários da Comissão de Valores Mobiliários e nos respectivos sites da relação com o investidor das empresas para o índice de Governança Corporativa.

A variável independente IGC é formada a partir de perguntas listadas no *checklist* elaborada por Barroso (2020) conforme ilustra a tabela 1. São medidas de forma binária com pontuação máxima de 19, de forma que respostas positivas dão um ponto por pergunta.

**Tabela 1:** Relação de perguntas da pesquisa.

Nº	Pergunta	Variável
1	É possível verificar a existência do Relatório de Administração?	RA
2	É possível verificar a existência do Relatório de Sustentabilidade?	RS
3	É possível verificar a existência de uma seção que se refira a Governança corporativa?	GC
4	É possível verificar a existência de informações acerca da Relação com Investidores?	RI
5	É possível verificar a existência de um Código/Manual de Ética/Conduta?	CodEtic
6	É possível verificar a existência de um Conselho Fiscal?	ConsFisc
7	É possível verificar a existência de um Comitê de Auditoria?	ComitAud
8	É possível verificar a existência de Auditoria Interna?	AudInter
9	É possível verificar informações acerca da remuneração global ou incentivo aos administradores?	RemunAdmin
10	É possível verificar informações financeiras que possibilitem análise temporal (mais de dois exercícios)?	InfoFinanc
11	É possível verificar informações operacionais que possibilitem análise temporal (mais de dois exercícios)?	InfoOperac
12	É possível verificar a informação acerca da composição do Conselho de Administração	CompCA
13	É possível verificar a informação acerca da composição dos principais executivos (Presidente, VP e Diretorias)	CompExecut
14	É possível verificar se há conselheiros externos?	CAExtern
15	É possível verificar informações sobre a estrutura acionária?	EstrutAcion
16	É possível verificar a existência de ações com direito a voto?	AçãoVoto
17	É possível verificar a existência de canal interno formal de denúncias e reclamações (ouvidoria)	Ouvid
18	É possível verificar se as funções de presidente do conselho e presidente executivo são exercidas por pessoas diferentes?	PresidCA
19	É possível verificar a existência de práticas ou políticas destinadas ao gerenciamento de riscos/controles interno/compliance?	RisCompli

**Fonte:** Barroso (2020).

As análises estatísticas operacionalizadas para concluir a relação de desempenho foram as descritivas e inferenciais. Nas inferenciais, buscou-se a correlação entre a variável independente de governança corporativa e as variáveis dependentes de desempenho de valor, econômico e operacional em que foram desenvolvidos os modelos paramétricos relacionais e de regressão linear simples. O modelo estatístico geral de regressão linear simples reconhecido na literatura apresenta uma variável dependente (Y), uma variável explicativa (X) e o termo de erro ( $\varepsilon$ ) conforme a fórmula:

$$Y = \beta + \beta 1.X + \varepsilon$$



A forma geral deste estudo é como uma variável explicativa IGC pode influenciar o comportamento o desempenho (VMVar, ROE E EBITDA/Ativo). Assim, o modelo estatístico geral de correlação linear simples:

$$\text{VARIÁVEL(empresa, ano)} = \beta + \beta_1 * \text{IGC(empresa, ano)} + \varepsilon$$

Onde:

Variável = VMVar ou ROE ou EBITDA/Ativo

Empresa= cia de varejo listada B3

Ano= 2019 ou 2020

O Coeficiente de Correlação de Pearson, segundo Schultz e Schultz (1992) é o método conhecido por medir a correlação entre duas variáveis, chamado também como Coeficiente de Correlação do Momento Produto. O grau de relacionamento entre uma variável dependente e uma explicativa pode ser sintetizado por um coeficiente de correlação conhecido como “r de Pearson”. O resultado da análise é um valor entre 1 e -1 que serve para quantificar o grau de correlação. Neste trabalho, para as análises de resultados utilizaremos a escala de Newbold (1995) como referência para medir a força do coeficiente de correlação representada a seguir pela tabela 2, é importante ressaltar que há outras escalas sugeridas por outros pesquisadores:

**Tabela 2:** Interpretação das escalas de coeficientes de correlação de Newbold.

Correlação		Interpretação
+	1,00	Positiva perfeita
+	0,70 a 0,99	Positiva muito forte
+	0,50 a 0,69	Positiva substancial
+	0,30 a 0,49	Positiva moderada
+	0,10 a 0,29	Positiva baixa
+	0,01 a 0,09	Positiva ínfima
	0,00	Nenhuma
-	0,01 a 0,09	Negativa ínfima
-	0,10 a 0,29	Negativa baixa
-	0,30 a 0,49	Negativa moderada
-	0,50 a 0,69	Negativa substancial
-	0,70 a 0,99	Negativa muito forte
-	1,00	Negativa perfeita

Fonte: Newbold (1995).

A análise de regressão linear estuda a relação entre a variável Y, denominada dependente ou resposta, e uma ou várias variáveis X, denominadas independentes ou

explicativas. Esta relação representa-se por meio de um modelo matemático, conforme equação apresentada anteriormente. A reta ou curva de regressão entre as duas variáveis é denominada de tendência e é frequentemente empregada para finalidades de avaliação, predição ou previsão (SPIEGEL, 1974, p. 369).

O parâmetro  $\alpha$  representa o ponto em que a reta corta o eixo Y quando  $X = 0$ , chamada de coeficiente linear. O parâmetro  $\beta$  representa a inclinação da reta, expressando a taxa de mudança em Y, desta forma, indica a mudança na média da distribuição de probabilidade de Y para um aumento de uma unidade na variável X. O termo da equação  $\varepsilon$ , denominado como erro ou resíduo, é a variável que permite explicar a variabilidade existente em Y que não é explicada por X.

## 4. ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 Índice de Governança Corporativa: Desempenho das empresas

A amostra de 2019 é composta por 20 empresas, enquanto o ano de 2020 teve um aumento de três varejistas de capital aberto, sendo estas a C&A (CEAB3), a Centauro representada pelo grupo SBF (SBFG3) e a Vivara (VIVA3), totalizando 23 companhias. Ademais do tamanho da amostra, percebe-se uma variação na pontuação de duas empresas entre os anos analisados, ambas alteraram a resposta para a pergunta do relatório de sustentabilidade. O grupo Carrefour (CRFB3) aderiu em 2020 enquanto a Portobello (PTBL3) disponibilizou em 2019 apenas. Na tabela 3, o desempenho geral é ilustrado a seguir:

**Tabela 4:** *Ranking de Governança Corporativa 2019.*

Posição	Ticker	Nome	2019	2020
1	AMER3	Americanas	19	19
2	ARZZ3	Arezzo	19	19
3	LAME3	Lojas Americanas	19	19
4	LREN3	Lojas Renner	19	19
5	MGLU3	Magazine Luiza	19	19
6	CEAB3	C&A	-	19
7	SBFG3	Centauro (SBF)	-	19
8	ALPA3	Alpargatas	18	18
9	VIIA3	Via	18	18
10	HGTX3	Cia Hering	18	18
11	AMAR3	Lojas Marisa	18	18
12	PCAR3	Pão de Açúcar	18	18
13	RADL3	Raia Drogasil	18	18
14	CRFB3	Carrefour	17	18
15	PNVL3	Panvel (DIMED)	17	17
16	MEAL3	IMC	17	17
17	CGRA3	Grazziotin	16	16
18	GUAR3	Guararapes	16	16
19	LLIS3	Le Lis Blanc	15	15
20	SLED3	Saraiva	15	15
21	VIVA3	Vivara	-	15
22	PTBL3	Portobello	14	13
23	SGPS3	Springs	13	13

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Em relação ao ano de 2019, a pontuação máxima de 19 pontos, conforme quantidade de perguntas, foi atingida por cinco empresas da amostra representando 25,00%. O mínimo pontuado foi 13 pontos e apenas uma empresa teve esse resultado que corresponde a 5,00% da amostra.

No ano seguinte, houve um avanço com sete empresas que obtiveram a pontuação máxima, o que equivale a 30,43% da amostra. A menor pontuação se manteve em 13 pontos, no entanto duas empresas atingiram esse resultado simbolizando 8,70% demonstrando também uma evolução em relação ao período anterior.

No ano pré pandemia, a média das empresas varejistas foi de 17,15 pontos, com três empresas obtendo essa pontuação, que equivale a 15,00% da amostra. Por outro lado, a pontuação de 18 perguntas representa a mediana e a moda da amostra com seis varejistas com 30,00% de representatividade. Com isso, observa-se que 11 empresas estão acima da média correspondendo a 55,00% da amostra enquanto seis companhias ficaram abaixo da média representando 30,00%.

No ano de 2020, a média das empresas varejistas foi de 17,22 pontos, com duas empresas obtendo essa pontuação, que equivale a 8,70% da amostra. Por outro lado, a pontuação de 18 perguntas representa novamente a mediana da amostra com sete varejistas e 30,43% de representatividade. O conjunto de empresas do segundo ano analisado foi bimodal sendo representada pelas empresas que atingiram a pontuação máxima e a mediana. Com isso, observa-se que 14 empresas estão acima da média representando 60,87% da amostra enquanto sete companhias ficaram abaixo da média representando 30,43%.

#### **4.2 Índice de Governança Corporativa 2019: Desempenho questionário**

Considerando a pontuação para cada pergunta proposta, temos 20 pontos como o máximo a ser alcançado, uma vez que a amostra de 2019 é composta por esse número de empresas. O estudo apresenta 19 perguntas a serem respondidas. Os resultados estão conforme tabela 5.

Com similar a visão das empresas, a mediana das perguntas é a pontuação máxima de 20 pontos para 11 das perguntas, representando a moda com percentual de 57,89% da amostra. A média de pontuação ficou em 18,05 com uma pergunta atingindo essa marca representando 5,26% da amostra. Desta forma, 13 perguntas ficaram acima da média marcando 68,42% da amostra enquanto cinco perguntas ficaram abaixo da média sendo 26,32% da amostra.

**Tabela 5:** Pontuação das perguntas 2019.

Posição	Pergunta	Pontuação
1	RA	20
2	GC	20
3	RI	20
4	CodEtic	20
5	RemunAdmin	20
6	InfoFinanc	20
7	InfoOperac	20
8	CompCA	20
9	CompExecut	20
10	EstrutAcion	20
11	AçãoVoto	20
12	CAExtern	19
13	PresidCA	19
14	ConsFisc	18
15	Ouvid	17
16	AudInter	16
17	ComitAud	13
18	RisCompli	13
19	RS	8

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

A pontuação obtida por todas as empresas do varejo evidencia a alta adesão das companhias varejistas com as boas práticas de governança corporativa e seus conceitos de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

#### **4.3 Índice de Governança Corporativa 2020: Desempenho questionário**

Com a entrada de três varejistas na bolsa de valores, a pontuação máxima fica em 23. Na tabela 6 é possível observar que todas as perguntas pontuaram mais em 2020.

A mediana das perguntas é a pontuação máxima de 23 pontos para nove das perguntas, representando a moda com percentual de 47,37% da amostra. A média de pontuação ficou em 20,84 com duas perguntas obtendo essa marca de 10,53% da amostra. Desta forma, 12 perguntas ficaram acima da média marcando 63,16% da amostra enquanto as mesmas cinco perguntas ficaram abaixo da média sendo 26,32% da amostra.

**Tabela 6:** Pontuação das perguntas 2020.

Posição	Pergunta	Pontuação
1	RA	23
2	GC	23
3	RI	23
4	CodEtic	23
5	InfoFinanc	23
6	InfoOperac	23
7	CompCA	23
8	CompExecut	23
9	AçãoVoto	23
10	RemunAdmin	22
11	EstrutAccion	22
12	PresidCA	22
13	ConsFisc	21
14	CAExtern	21
15	Ouvid	20
16	AudInter	19
17	ComitAud	16
18	RisCompli	15
19	RS	11

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

O resultado obtido pelas varejistas em 2020 destaca evolução em relação ao ano anterior que já caracterizava uma alta adequação aos pilares da governança corporativa. Todas as perguntas pontuaram mais nesse ano, apesar de uma diminuição na quantidade de perguntas com pontuação máxima, de 11 para 9.

#### 4.4 Análise descritiva

Na tabela 3, a visão geral provida pela estatística descritiva dos indicadores permite uma primeira visão sobre a amostra das empresas de varejo. De forma geral, o ano de 2019 é o período em que se encontram os resultados máximos de todos os indicadores enquanto em 2020 ocorre o movimento oposto com os valores mínimos registrados. Observando a média e a mediana, com exceção da IGC, também se percebe resultados maiores em 2019 do que na análise geral que é maior do que no ano de 2020.

**Tabela 3:** Estatística descritiva.

		N	Méd.	Mín.	P25	Mdana	P75	Máx.	Amp.
IGC	GERAL	43	17,19	13,00	16,00	18,00	19,00	19,00	6,00
IGC	2019	20	17,15	13,00	16,00	18,00	18,25	19,00	6,00
IGC	2020	23	17,22	13,00	16,00	18,00	19,00	19,00	6,00
VMVar	GERAL	43	0,28	-0,71	-0,15	0,17	0,44	2,27	2,97
VMVar	2019	20	0,62	-0,15	0,17	0,42	0,92	2,27	2,42
VMVar	2020	23	-0,01	-0,71	-0,32	-0,03	0,21	1,09	1,80
ROE	GERAL	44	-15,53	-724,31	-1,59	8,45	16,71	35,48	759,79
ROE	2019	22	-0,29	-247,92	3,37	10,41	21,14	35,48	283,40
ROE	2020	22	-30,77	-724,31	-4,89	4,78	13,51	30,74	755,05
EBITDA/AT	GERAL	45	0,05	-1,01	0,05	0,09	0,12	0,26	1,27
EBITDA/AT	2019	22	0,08	-0,49	0,05	0,10	0,15	0,26	0,75
EBITDA/AT	2020	23	0,01	-1,01	0,04	0,06	0,10	0,15	1,16

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

O Índice de Governança Corporativa foi o único indicador que teve evolução positiva entre 2019 e 2020 marcada, principalmente, pelo aumento da pontuação do terceiro quartil para pontuação máxima do questionário. Apesar do aumento da quantidade de empresas, a média subiu e não houve variação na pontuação mínima. Esse resultado parece demonstrar um aumento dado no setor de varejo às práticas da teoria da agência. Os dados referentes ao IGC serão esmiuçados pela visão das empresas e o resultado das perguntas do questionário no próximo tópico.

Quanto ao indicador de criação de valor, em 2019 3/4 da amostra tiveram retorno positivo em valor de mercado com média de 0,62 de crescimento em relação ao ano anterior e pelo menos metade das empresas tiveram criação de valor de no mínimo 0,42. O mínimo registrado foi uma desvalorização de 0,15 pela *Le Lis Blanc* enquanto o máximo foi valorização 2,27 pela Marisa. A amplitude foi maior do que o registrado no ano seguinte apesar disso é perceptível os impactos da pandemia. A média foi de -0,01 sendo ainda maior que a mediana de -0,03. A maior desvalorização foi de -0,71 pela *Le Lis Blanc* enquanto o maior crescimento foi de 1,09 pela Magazine Luiza.

O indicador econômico teve a maior amplitude das variáveis analisadas. No primeiro ano da análise, o indicador econômico registrou média negativa de -0,29, no entanto esse resultado é ocasionado principalmente pelo valor mínimo de -247,92 obtido pela Via Varejo. Fica evidente disparidade quando observado que 3/4 da amostra teve um lucro líquido de no mínimo 3,37 o valor do patrimônio líquido. O maior retorno foi de 35,48 pertencente a C&A. O ano de 2020 também teve um impacto referente ao valor mínimo de -724,31 registrado por *Le Lis Blanc*. Conforme no ano anterior, a média de -30,77 não é representativa para 3/4 da

amostra que registrou no mínimo -4,89. Além disso, a mediana ainda marcou valor positivo de 4,78. O maior retorno econômico foi de 30,74 registrado pela Portobello.

O *EBITDA/Ativo* obteve a menor amplitude. Em 2019, a média do indicador operacional foi de 0,08 enquanto a mediana ficou em 0,10. Mais próximo do valor máximo registrado de 0,26 pela C&A do que o mínimo de -0,49 da Saraiva. No ano de pandemia, é interessante observar que se registrou uma queda sistemática na amostra entre os quartis de forma que o valor máximo registrado foi 0,15 pela Raia que para 2019 estaria entre as 25% melhores pontuações e esta mesma posição para 2020 teve o mesmo valor da mediana de 2019. A média ficou em 0,01 sendo menor que 75% da amostra. O mínimo foi de -1,01 obtido pela Saraiva.

#### 4.5 Análise de Correlação de Pearson, Regressão Linear Simples e limitações

Na tabela 7, ilustram-se os resultados obtidos da correlação entre o Índice de Governança Corporativa e os indicadores de desempenho econômico-financeiro. Nesta, verifica-se que todas as relações estudadas são positivas. Todavia, segundo a escala de Newbold (1995), enquadram-se na relação positiva baixa. No entanto, também é possível verificar que as relações analisadas possuem níveis de significância altos, acima de 0,05, apenas na relação IGC/EBTIDA/ATIVO este grau pode, de alguma forma, ser considerado.

**Tabela 7:** Matriz de correlação de Pearson. Correlação significativa para: \* menor que 5%, \*\* menor que 1%, \*\*\* igual a 0.0000 e sem \* maior que 5%.

		<b>IGC</b>	<b>VMVar</b>	<b>ROE</b>	<b>EBTIDA /Ativo</b>
<b>IGC</b>	Correlação		0,2365	0,1810	0,2974
	Significância n	1	0,1268 43	0,2574 41	0,0528 43
<b>VMVar</b>	Correlação	0,2365		0,1657	0,2122
	Significância n	0,1268 43	1	0,3005 41	0,1719 43
<b>ROE</b>	Correlação	0,1810	0,1657		0,4576
	Significância n	0,2574 41	0,3005 41	1	0,0020 43
<b>EBTIDA /Ativo</b>	Correlação	0,2974	0,2122	0,4576	
	Significância n	0,0528 43	0,1719 43	0,0020 43	1

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados.

Ainda na tabela 7, percebe-se que o indicador operacional explica melhor o IGC. Este resultado é diferente dos encontrados por Catapan e Colauto (2014) e Almeida et al (2018) em que o indicador de valor e econômico foram os mais correlacionados respectivamente. Entretanto, a alta correlação entre ROE e EBTIDA/AT é uma relação presente em todos os trabalhos.



A partir deste ponto serão desenvolvidas em três modelos as análises de regressão simples no sentido de verificar as hipóteses. A opção pela criação de três modelos de regressão simples foi para que fosse possível analisá-las sem eventuais vieses ocasionados pela sua utilização conjunta.

$$\text{IGC}(\text{empresa, ano}) = \beta_0 + \beta_1.\text{VMVAR}(\text{empresa, ano}) + \varepsilon(\text{empresa, ano}) \quad (1)$$

$$\text{IGC}(\text{empresa, ano}) = \beta_0 + \beta_1.\text{ROE}(\text{empresa, ano}) + \varepsilon(\text{empresa, ano}) \quad (2)$$

$$\text{IGC}(\text{empresa, ano}) = \beta_0 + \beta_1.\text{EBTIDA/ATIVO}(\text{empresa, ano}) + \varepsilon(\text{empresa, ano}) \quad (3)$$

Na tabela 8, a seguir será apresentada a análise dos modelos.

**Tabela 8** – Quadro resumo das análises estatísticas de regressão linear simples para os modelos de 1 a 3. Correlação significativa para: \* menor que 5%, \*\* menor que 1%, \*\*\* igual a 0.0000 e sem \* maior que 5%.

Modelo/Variável	n	p-valor	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajust.	Prob>F=	Coef.
VMVar X IGC	43	0.127	0.0559	0.0329	0.1268	.0772062
ROE X IGC	41	0.257	0.0328	0,0080	0.2574	12.08978
(EBTIDA/ATIVO) X IGC	43	0.053	0.0884	0.0662	0.0528	.0319848

**Fonte:** elaboração própria a partir dos dados.

Inicialmente, verifica-se o tamanho máximo e mínimo das amostras, 43 e 41, embora seja uma amostra viável para uma regressão simples,  $n > 30$ . Uma amostra maior poderia indicar outros resultados, talvez com a inclusão dos exercícios de 2017 e 2018, sendo esta uma possível limitação deste trabalho.

Por meio da análise de valores extremos, a seleção dos *outliers* é baseada em valores que superam 1,5x o primeiro e terceiro quartil da amostra. Foram verificados possíveis *outliers*. Todavia, por opção desta pesquisa e o reduzido tamanho da amostra, não foram desconsiderados. No total, seriam retiradas 17 empresas, seis em 2019 e 11 em 2020, o que inviabilizaria a regressão. Destas, a Saraiva, *Le Lis Blanc*, Via e Lojas Marisa seriam removidas dos dois períodos analisados. O desempenho econômico é o indicador com mais *outliers* em 2019 e em 2020 empata com a variação de valor de mercado. Não foram identificados *outliers* no Índice de Governança Corporativa apesar de conter na amostra empresas listadas nos diversos segmentos diferenciados além do segmento tradicional.

Em 2019, a Saraiva superou o limite inferior do indicador *EBITDA/Ativo* de -0,08. Em relação ao *ROE*, a Americanas, Lojas Marisa, *Le Lis Blanc* e Via ficaram abaixo da marca de -5,05 enquanto a C&A superou o extremo superior de 31,7. Interessante observar que a Via e

Lojas Marisa se classificaram também como *outlier* pelo indicador de variação do valor de mercado, no entanto, obtiveram valores excedentes ao limite superior de 0,31. Essa exclusão por dois indicadores teve mais ocorrências no período seguinte.

Em 2020, a Saraiva e a IMC ficaram abaixo do limite inferior de EBITDA/Ativo de -0,05 enquanto a Raia Drogasil foi além do superior de 0,22. A IMC também se classificou como *outlier* pelo indicador econômico superando a divisa inferior de -7,34 junto de empresas como Springs, Le Lis Blanc e Lojas Marisa. Do outro lado, as varejistas que superaram o valor máximo de 20,26 foram Hering e Portobello. Por último, o desempenho de criação de valor teve 6 companhias como *outliers*. A marca inferior foi de -0,47 com a Hering, Le Lis blanc e Marisa enquanto a superior de 0,31 com Alpargatas, Magazine Luiza e Via.

Em p-valor, os modelos ultrapassaram o nível de significância de 5%. Dessa forma, parece corroborar as afirmativas que tratam do escopo da amostra. Apenas, é possível destacar a explicação do *EBTIDA/Ativo*, se arredondado.

Embora os coeficientes apontem uma inclinação positiva da reta de regressão, inicialmente verificada na correlação de Pearson. Ou seja, apontam para a possibilidade de que uma maior preocupação com a governança IGC poderia apontar um superior desempenho as análises dos  $R^2$  e ajustado, não corroboram esta possibilidade no que se refere ao modelo.

No que se refere aos  $R^2$  e ajustado, o  $R^2$  do IGC em relação ao VMVar são capazes de explicar aproximadamente 5,59% e 3,29%. Os  $R^2$  e ajustado do IGC em relação ao ROE são capazes de explicar aproximadamente 3,28% e 0,8% respectivamente. Já para *EBITDA/Ativo*, 8,84% e 6,62%. Este último apresenta maior poder preditivo que os modelos anteriores.

Todavia, para ser possível concluir que o IGC possa ocasionar um desempenho superior destes indicadores, os resultados parecem ser modestos. Finalmente, com estes resultados é possível afirmar que o modelo apresenta um poder preditivo baixo.

Entretanto, esta análise apresenta outras limitações. A primeira, trata-se do escopo da amostra ser não probabilístico, as empresas são as listadas na B3 em um espaço temporal de dois exercícios o que torna impossível generalizar resultados. Além disso, a associação entre o IGC e o desempenho pode ser auferida por outros inúmeros indicadores.

Depois, outras metodologias de análises estatísticas poderiam ser empregadas, inclusive sugere-se testes de análise da melhor técnica a ser empregada.

Finalmente, é possível afirmar que o exercício de 2020 foi atípico devido as questões globais impulsionadas pela pandemia de COVID-19.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A lacuna que o presente estudo propôs a pesquisar foi auferir a associação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de varejo listadas na B3 nos anos de 2019 e 2020. O índice de governança corporativa baseou-se no questionário elaborado no trabalho de Barroso (2020). O desempenho econômico-financeiro foi medido a partir de variáveis explicativas de valor, econômica e operacional sendo selecionadas respectivamente a variação de valor de mercado, *ROE* e *EBITDA/Ativo*.

De modo geral, o grau de adesão às boas práticas de governanças, atreladas a transparência, a ética, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa, das varejistas obteve média de 90% de respostas positivas em relação as 19 perguntas. Sendo as perguntas com menor pontuação as referente a existência de relatório de sustentabilidade, de políticas de *compliance* e de comitê de auditoria.

O resultado da regressão simples apresentou correlação positiva com todos os índices analisados das 23 empresas, no entanto demonstrou baixo poder explicativo. O indicador de desempenho operacional teve a melhor relação direta com o índice de governança corporativa. Desta forma, quanto maior a divulgação da empresa melhor o seu desempenho operacional.

Os estudos de Catapan e Colauto (2014) e Almeida et al (2018) evidenciaram relação positiva entre os indicadores econômico-financeiros e a IGC com amostra de todas as empresas da bolsa e do setor de construção e engenharia, respectivamente. Todavia, a principal correlação da Governança Corporativa é o desempenho de valor para o Catapan e Colauto (2014) enquanto Almeida et al (2018) encontrou o indicador econômico. Ambos diferentes dos achados desta pesquisa.

As conclusões auferidas neste trabalho são limitadas pelos aspectos descritos a seguir: tamanho da amostra e o período analisado. Neste contexto, os dados da publicação SBVC (2020) apontam para um movimento de abertura de capital no setor de varejo, isto também pode ser verificado neste trabalho com o aumento da quantidade de empresas entre anos. Para segunda limitação observada, ressalta-se que o ano de 2020 foi conturbado no âmbito econômico e social devido a pandemia.

Para pesquisas futuras, recomenda-se que seja estudada a relação entre os níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa, o desempenho do setor de varejo nos anos posteriores a COVID-19 e a análise do grau de divulgação, inclusive por metodologias diferentes, e o desempenho em outros setores.

## 6. BIBLIOGRAFIA

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. **Adoção de práticas de governança corporativa das ações na bovespa: evidências empíricas.** Revista de Administração da USP, v. 39, 2004.

ALMEIDA, F. T.; PARENTE, P. H. N.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Governança Corporativa e Desempenho Empresarial: Uma Análise nas Empresas Brasileiras de Construção e Engenharia. *Gestão & Regionalidade*, v. 34, n. 100, p. 110-126, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços, Um Enfoque Econômico Financeiro.** 11ª edição, São Paulo: Editora Atlas, 2015.

BARBOSA, Flávia Lorenne Sampaio. **A Influência das capacidades dinâmicas na relação entre governança corporativa e desempenho das empresas listadas no Brasil, Balcão S/A.** Fortaleza, 2018. 171 f. Tese de Doutorado, Universidade de Fortaleza, 2018.

BARROSO, Deivson Vinicius. **Teoria da contabilidade.** 2018.

BARROSO, Fernandes Thainá. **Governança Corporativa: Uma comparação entre o grau de divulgação das empresas do varejo e as de outros setores listadas na B3 (BRASIL, BOLSA BALCÃO).** Rio de Janeiro, 2020. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - FACC, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Empresas Listadas.** Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). Acesso em: 10 jun. 2021.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Segmentos de Listagem.** Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/). Acesso em: 10 jun. 2021.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Regulamentos e Manuais.** Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/listagem.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/listagem.htm). Acesso em: 10 fev. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. DISPÕE SOBRE AS SOCIEDADES POR AÇÕES. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, Amsterdam, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COLOMBO, Jéfferson Augusto; GALLI, Oscar Claudino. **Governança Corporativa no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais**. Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa, v. 11, 2012.

CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Jun/2002. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em 20/02/2022.

DONATO, C. (2012). **O conceito do varejo e a importância da tomada de decisão**. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/artigos/economia-e-financas/o-conceito-do-varejo-e-a-importancia-da-tomada-de-decisao/67341/>>. Acesso em: 04 fev. 2022.

ECONOMATICA. **Base de dados**. Disponível em: <<https://economica.com/>> Acesso em: 31 jan. 2022.

FERREIRA, L. B. **Inovação no varejo: estudo de casos em grandes redes varejistas**. 2014. 328 f., il. Tese (Doutorado em Administração)—Universidade de Brasília, Brasília; Université d’AixMarseille, France, 2014.

Gotardelo, Davi Riani. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional**: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado. Dissertação de mestrado), Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

HOFFMANN, Eliza; KICH, Mara Cristine; NASCIMENTO, Marcelo. **Análise dos indicadores econômico-financeiros das empresas varejistas Magazine Luiza e Via Varejo**. In: CLAV 2016. 2016.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo. IBGC, 2015.

IBGC. **Relatório Anual 2019: Fato Humano na Governança Corporativa – Impactos da era digital**. São Paulo. IBGC 2020.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 10ª edição, 4ª reimpressão, São Paulo: Editora Atlas, 2012.

KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**. 2002.

KONRAHT, Jonatan Marlon; SOUTES, Dione Olesczuk; DE ALENCAR, Roberta Carvalho. **A relação entre a Governança Corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras**. Revista Contabilidade e Controladoria, v. 8, 2016.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. **Administração de Marketing: A Bíblia do Marketing**. 12. ed. São Paulo: Person, 2006.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. **Investor protection and corporate governance**. Journal of Financial Economics, v. 58, 2000.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M. D.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 1-18, 2015.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; CORRAR, Luiz João. ANÁLISE COMPARATIVA DO DESEMPENHO CONTÁBIL-FINANCEIRO DE EMPRESAS COM BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL. **Revista Contabilidade e Controladoria**, [S.l.], v. 4, n. 1, maio 2012. ISSN 1984-6266.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis, Contabilidade Empresarial**. 2ª edição, São Paulo: Editora Atlas, 2002.

MARQUES, J. A. V. C., CARNEIRO JÚNIOR, J. B. A., & KUHL, C. A. (2008). **Análise financeira das empresas**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos.

MARTINEZ, A. L. **Agency theory na pesquisa contábil**. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE, 22., 1998, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**, Abordagem Gerencial. 7ª edição, 3ª reimpressão, São Paulo: Editora Atlas, 2010.

MATTAR, F.N. **Administração de varejo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MIRANDA, Kléber Formiga **Capacidade inovativa, seus antecedentes e o desempenho de empresas brasileiras inovadoras**. 2012. 109 f. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2012.

NEWBOLD, Paul. **Statistics for Business & Economics**. 5. ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1995.

PARENTE, J. **Varejo no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2000.

PEREIRA, Maria Vanuza; SOUZA, André Luis. **Paradoxos entre Governança Corporativa e Ocorrência de Práticas de Corrupção em Empresas Públicas: Uma Análise a Luz da Teoria da Agência**. **Revista Formadores**, v. 10, 2017.

PORTAL DO INVESTIDOR. **ACADÊMICO**. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/Comite\\_educacao/Participantes/B3/B3.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/Comite_educacao/Participantes/B3/B3.html). Acesso em: 19/09/2021.

RANGEL, Lilian Patricia Paixão. **Aplicação do EVA na análise de desempenho: estudo de caso**. 2008. 108 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Auditoria) – Universidade de Aveiro, Aveiro, 2008.

SBVC. **As 300 Maiores Empresas do Varejo Brasileiro**. Ranking Um Estudo Completo do Setor. São Paulo, 2019.

SBVC. **As 300 Maiores Empresas do Varejo Brasileiro**. Ranking Um Estudo Completo do Setor. São Paulo, 2020.

SBVC. **As 300 Maiores Empresas do Varejo Brasileiro**. Ranking Um Estudo Completo do Setor. São Paulo, 2021.

SCHULTZ, D. P., SCHULTZ, S. E. **História da psicologia moderna**. 16. ed. São Paulo: Cultrix, 1992.

SERRENTINO, Alberto. **Varejo e Brasil: Reflexões Estratégicas**. 2. ed. São Paulo: Varese Retail, 2016.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A survey of corporate governance**. Journal of Finance. v. 52, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Smith, Adam. **The wealth of nations**. Bantam Classics, 2003.

SPIEGEL, Murray R. Estatística: McGraw-Hill, 1974.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. **Ownership and control structure of Brazilian companies**. Revista Abante, Santiago, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**— 16. ed. — São Paulo: Atlas, 2016.