

## **Governança Corporativa e o Triunfo Corporativo: O Impacto no Desempenho das Ações das Empresas que Adotam Práticas de Governança Corporativa**

**Bruno da Silva Rocha<sup>1</sup>**

**Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas**

[brunao.94@hotmail.com](mailto:brunao.94@hotmail.com)

**Silvano França**

**Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas**

[fraca.sf.66@gmail.com](mailto:fraca.sf.66@gmail.com)

**Ricardo Lerche Eleuterio**

**Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas**

[ricardo.eleuterio@uol.com.br](mailto:ricardo.eleuterio@uol.com.br)

### **RESUMO**

Pesquisas sobre a adoção das boas práticas de Governança Corporativa e o seu impacto no desempenho das ações das empresas vêm se apresentando com grande relevância na esfera de organização industrial. Comumente admite-se que companhias usuárias das boas práticas de governança corporativa vêm suas ações valorizadas em relação àquelas que não adotam o modelo de gestão empresarial. Para verificar a validade desta afirmação é preciso relacionar análises estatísticas e fundamentos econômicos. Uma das causas das complicações empresariais admitidas pela teoria da agência é o conflito de agência na relação de sócios e gestores, ou seja, a assimetria informacional entre os administradores e os proprietários. Neste ponto, compete à Governança Corporativa buscar meios de minimizar estas complicações, gerando risco mais baixo aos acionistas minoritários e elevando a liquidez das ações, contribuindo, assim, a um melhor desempenho das ações em relação às empresas que não conseguem o mesmo. Foi analisado, ainda, o comportamento das ações das empresas que estão listadas no IGC-NM em comparação às listadas no IBOV frente as sucessões de acontecimentos internos e externos, como condições políticas, elementos naturais, razões das decisões dos Bancos Centrais, entre outros fatores que possam influenciar as variáveis macroeconômicas, o comportamento administrativo e o mercado das empresas. Assim, a presente pesquisa é de natureza quantitativa, visa-se analisar, comparar e descrever partindo da base de dados fornecidos pela Bovespa. No que se refere aos cálculos, foram calculadas as médias mensais e anuais dos desempenhos das ações, assim como a variância o desvio padrão e posteriormente realizado covariância em prol do resultado das análises. Verificou-se que o desempenho das ações das empresas que adotam os métodos de governança corporativa tende a variar igual as empresas que não adotam boas práticas de governança corporativa. De outra forma, os resultados dos cálculos são incompatíveis aos argumentos apresentados nesta pesquisa.

**Palavras-chave:** IBOVESPA, Governança Corporativa, Novo Mercado, Organização Industrial

<sup>1</sup> Autor para correspondência: Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas, Av. da Liberdade, 899 - Liberdade, São Paulo - SP, 01503-001.

**Data do recebimento do artigo: 27/04/2017**

**Data do aceite de publicação: 29/05/2017**

## **1 INTRODUÇÃO**

### **1.1 Contextualização**

A lógica empresarial é o lucro, na busca de potencializar e ampliar os recursos de seus diretores. No entanto, nem sempre os interesses destes estão alinhados com a vertente de interesse dos administradores. Vemos, assim, apresentar-se a *Teoria da agência*, conhecida como conflitos de agência. Este conceito pautará os debates sobre a adoção de boas práticas de Governança Corporativa (CORREIA e AMARAL, 2008) que se seguem.

Conforme Nishi (2003), as maiores empresas apresentam divisões entre gestores e administradores, resultando na chamada *assimetria informacional*, onde aquele que administra a empresa possui maior vantagem em relação àquele que detém os patrimônios da empresa, isto é, os partícipes da administração da companhia possuem maiores conhecimentos da mesma. De modo geral os sócios acionistas terão suas ações visando o aumento do valor de mercado das ações e aumento do seu patrimônio, os administradores visam manter seus empregos e a construção do seu próprio patrimônio empresarial. Silveira (2004) afirma que os conflitos de agência não se limitam ao que condiz aos sócios e aos administradores, pois o conflito está posto no que envolve os sócios, sócios nominais ou de menor patrimônio e sócios controladores ou administrativos. Conflitos estes passíveis de serem solucionados pela implementação da Governança Corporativa, entendida como ferramenta necessária tanto externa quanto interna para empresa, cujo objetivo seria garantir que as decisões tomadas serão as que melhor atenderão os investidores.

Para o IBGC (2009), o escopo da Governança Corporativa é a elaboração de ferramentas eficazes, tanto quanto assegurar as ações dos gestores de acordo com o interesse e intenções dos detentores de ações. De modo condensado, a Governança surge com o objetivo da produção de um sistema no qual as companhias subordinam-se ao controle e ao monitoramento, proporcionando associação sem prejuízos para os envolvidos. Diante deste, visa-se a organização das tomadas de decisões através do Conselho de Administração separado da administração da companhia. Portanto, a Governança

Corporativa é uma sucessão de medidas cuja principal função é a supervisão sobre o modo administrativo empresarial, assegurando aos que esperam retorno do investimento, o lucro. Para que a estrutura da gestão seja eficaz, é necessário manter a transparência no que envolve os direitos de propriedade. Ação que contribuirá ao progresso econômico, busca a antecipação dos fatores e situações que possam alterar os índices dos retornos, beneficiando a procura por financiamentos e investimentos (SILVEIRA, 2004).

Segundo Vieira e Mendes (2004), com a adoção do sistema de gestão Governança Corporativa as instituições elaboram um conjunto administrativo que torna a transparência da empresa mais relevante diante do mercado acionário, isto é, a empresa possui menor assimetria informacional e maior controle de perdas e ganhos dos acionistas.

## **1.2 Problema de pesquisa**

A distância entre a sociedade e a administração pode conduzir a empresa a uma gestão ineficaz, dito de outra maneira, o conflito de agência ocorre quando o indivíduo detentor dos patrimônios da empresa vincula outro indivíduo para melhor alcançar seus objetivos na firma, e o indivíduo contratado não corresponde aos mesmos interesses que o contratante. Segundo Rossetti (2009), quando acionistas e administradores conseguem traçar uma linhagem de interesses em comum, a companhia consegue elevar seus ganhos produtivos e conseqüentemente seus ganhos lucrativos. Inversamente, quando acionistas e administradores não conseguem traçar uma linhagem de interesses em comum, a companhia sofre perda de credibilidade em relação ao mercado acionário, ocasionando queda na competição, queda no valor de mercado da companhia e possível encerramento das atividades da empresa em longo prazo.

Em muito dos casos, no Brasil ou em países economicamente mais desenvolvidos, os conflitos de agência não ocorrem no duelo empresarial que relacionam sócios e gestores, mas entre a hierarquia dos acionistas, ou seja, acionistas administrativos (majoritários) e acionistas minoritários. Acionistas administrativos possuem um maior grau de influência sobre os gestores do que acionistas minoritários. Nesses relacionamentos, os métodos administrativos da governança corporativa se apresentam em prol da minimização desses acontecimentos, conservando os interesses de todos sócios. Segundo o IBGC (2016), as decisões do Conselho de administração conseguem persuadir diretamente no caminhar de evolução empresarial.

O objetivo geral desta pesquisa é verificar se o desempenho das ações das empresas que estão relacionadas no sistema de Governança Corporativa e listadas no Novo Mercado é superior as ações das empresas que não adotam boas práticas de governança corporativa e estão listadas no IBOVESPA entre fevereiro de 2010 até dezembro de 2015, no Brasil. Os objetivos específicos são: (i) Observar o desempenho mensal e anual das empresas listadas no IGC-NM e o desempenho mensal e anual das empresas listadas no IBOV no período acima citado; (ii) Comparar e analisar os dados estatísticos sobre o desempenho das ações das empresas listadas no segmento IGC-NM com o desempenho das ações das empresas listadas no IBOV; (iii) Verificar o comportamento das ações dos dois índices relacionados sobre os acontecimentos internos e externos que influenciam as variáveis do mercado acionário; (iv) verificar se as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa possuem melhor desempenho que as que não adotam.

### **1.3 Justificativa do Tema**

Sendo o Brasil uma nação emergente, a Bolsa de Valores de São Paulo se apresenta muito vulnerável diante das variações dos mercados internacionais. Os constantes alvoroços, os escândalos financeiros das empresas nacionais e internacionais fortalecem a relevância das ferramentas utilizadas em governança corporativa, mecanismos que buscam auxiliar empresas a manter o preparo e a instabilidade financeira. As companhias que apresentam as maiores instabilidades, as mais sólidas, são as que mais atraem acionistas, principalmente em casos onde o mercado se encontra bastante oscilante. Os mercados de capitais abrem as possibilidades para expansão das fontes de financiamento, logo, as firmas de capital aberto, as sociedades anônimas, terão maiores acessos aos recursos financeiros quando suas ações forem mais valorizadas. De acordo com Dornelas (2005), como a maioria dos países emergentes e os países mais desenvolvidos, o Brasil vem aumentando sua demanda em relação a governança corporativa. Empreendimentos bem governados seriam apresentados como mais confiáveis por agentes envolvidos (Investidores, Instituições financeiras), isto é, teriam mais recursos financeiros, e como resultado teriam empreendedores mais competitivos e maiores alcances nos mercados financeiros. Silveira (2004) aponta que nos últimos anos, as instituições financeiras impulsionaram o tema da gestão por governança corporativa, enquanto investidores e companhias também passaram a dar maiores atenções sobre este método de gestão. A governança corporativa aparece como mecanismo fundamental para impor limites aos

métodos que as firmas usam para sua organização. De acordo com IBGC (2016), o sistema se apresenta como um conjunto de princípios fundamentais, dentre eles a transparência, em que são elaboradas as informações que são consideradas impactantes no interesse de todos envolvidos, sócios e gestores, aproximando a confiabilidade entre aqueles que estão sujeitos às decisões da empresa. *Accountability*, onde são geradas as prestações de contas pelos administradores da empresa e os investidores. Desta forma, entende-se que o mecanismo indispensável para o melhor desempenho das ações das empresas é a adoção de boas práticas de governança corporativa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Governança Corporativa**

Nesse tópico, serão expostos os princípios da chamada governança corporativa ou governança empresarial. Apresentar-se-á suas definições, seu desenvolvimento, sua trajetória e evolução no Brasil.

#### **2.1.1 Princípios, definições, trajetória e diversidades**

De acordo com Silveira (2004), a governança corporativa é definida como um sistema de gerenciamentos pelo qual fornece eficácia no percurso decisório empresarial. Governança corporativa é um conjunto de regulamentos cujo objetivo é a diminuição das complicações das firmas. Para o autor, não existe uma precisão histórica do momento exato em que a governança corporativa surgiu, e provavelmente será difícil descobrir devido à quantidade de pesquisas sobre o tema com informações diferentes sobre o assunto. A governança estava presente mesmo quando a designação da palavra ainda não era utilizada pelas companhias, porém já havia a possibilidade de conflito entre investidores e gestores.

De acordo com o *website* do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2016):

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 (IBCG, 07 abr. 2016).

É certo que para o IBGC (2016), o sistema se apresenta num conjunto de princípios vistos como:

- **Transparência**, onde são concedidas as informações consideradas impactantes no interesse de todos os envolvidos. Ação que aproxima a confiabilidade entre aqueles que estão sujeitos às decisões da empresa.
- *Accountability* ou prestação de contas pelos gestores da empresa, sócios e os administradores. De forma geral estes precisam reconhecer os efeitos de suas práticas.
- **Obrigação empresarial** concerne a responsabilidade dos gestores buscarem o progresso empresarial.

Para Siffert (2003), o desenvolvimento das empresas brasileiras teve como ferramenta principal após o período da recessão de 1929, o capital estatal e o capital privado nacional impulsionando o crescimento. O foco do capital estatal era na infraestrutura, já o capital privado focalizou na agropecuária e em âmbitos de progressos tecnológicos. No período pós Segunda Guerra Mundial boa parte do capital estatal percorre sobre a industrialização, no entanto em meados da década de 80 a eficácia do estado em investir fica limitada. Nos anos 90 o mercado nacional passa por muitas modificações, momento pelo qual o país estava sujeito aos apontamentos do então presidente Fernando Henrique Cardoso, o país se encontrava aberto para o capital do exterior, num período marcado por privatizações estatais.

### **2.1.2 Diversidades da Governança Corporativa**

De acordo com Rossetti e Andrade (2014), existem fundamentos que compõem o desenvolvimento da governança corporativa: (i) Governança como defensora dos direitos: atribui aos interessados em apostas nas corporações. É certo que a governança empresarial é um programa pelo qual o escopo é certificar que os acionistas terão seus direitos protegidos, assim como o direito dos minoritários e dos gestores. Assegura terminar com a assimetria de informação, ou seja, concede aos sócios informes das decisões das corporações; (ii) Governança como um conjunto normativo: se apresenta

como plano de verificações pelo qual o objetivo é a supervisão sobre as firmas, por meio de instrumentos de regulamentação, estabelecidos em estatutos legais; (iii) Governança como um sistema de vínculos: conjunto de princípios pelo qual as companhias são conduzidas e fiscalizadas, isto é, relação que envolve sócios/cotistas, conselho de administração, gestores e conselho fiscal. Essas junções efetivas junto ao sistema de governança corporativa têm o propósito de agregar mais valor à empresa.

### **2.1.3 Complicações da Governança Corporativa no Brasil e nos Estados Unidos**

Para Silveira (2004), a base da governança corporativa foi produzida na conjuntura dos Estados Unidos,

[...] as diferenças nas decisões políticas históricas, ambiente institucional e no nível de emprego de proteção ao investidor entre Estados Unidos e Brasil tendem a fazer com que a estrutura de propriedade de uma empresa de capital aberto norte-americana típica seja muito mais distinta daquela observada nas brasileiras. A maior parte das companhias norte-americanas de grande porte apresenta propriedade difusa, com grande dispersão da base acionária e separação clara entre propriedade/posse de ações e controle/gestão diária do negócio (SILVEIRA, 2004, p.13).

As firmas brasileiras se apresentam com um domínio bastante centralizado, isto é, o sócio controlador possui um essencial acompanhamento ou alguém que tem sua credibilidade nas tomadas de decisões. No contexto norte-americano o princípio do desafio desse modo de gestão é a questão da ação dos administradores, é necessário que executem sincronizando os acionistas. No caso brasileiro a complicação acontece na alta centralização acionária, os maiores acionistas usam dos conflitos de interesses para atuação entre os sócios majoritários e os sócios minoritários. O enigma brasileiro é formar uma boa conduta de governança corporativa partindo do âmbito que as decisões dos majoritários harmonizem com os interesses dos sócios minoritários (Silveira, 2004).

### **2.1.4 Os chamados 8 Ps da Governança Corporativa**

Para Rossetti e Andrade (2014), a concepção de governança corporativa assume uma síntese definida nos 8 Ps: (i) Propriedade: uma das indispensáveis características do sistema de administração. O avanço da governança corporativa se deu principalmente por conta do despedaçamento das empresas, abertura de capital. Nesse contexto, a principal função da governança é minimizar os problemas por conta de custos ao envolver gestores e sócios. É um método de diferenciação das empresas (Estatal, Anônima, Familiar); (ii)

Princípios: tecnicamente é a sustentação das regras morais da governança. Diferenças na cultura são aceitas nas firmas. Ascensão da igualdade, dos direitos, da transparência e *Compliance* pelo qual visa compatibilidade com instituições legais e processo de regulagens; (iii) Propósitos: lógica empresarial, prevalectimento pela busca por retornos; (iv) Papéis: transparência na separação dos papéis – Conselheiros gestores, e donos têm papéis diferentes na empresa, cada esfera com suas responsabilidades definidas; (v) Poder: desapareção das chamadas “lutas em prol do poder”, decisões com grande relevância são compartilhadas; (vi) Práticas: vínculo ao conselho de administração pelo qual mensura a direção a ser executada; (vii) Pessoas: clima organizacional constantemente em avaliação, estímulos profissionais. Pessoas são consideradas o elemento principal da gestão corporativa. Uma boa gestão de recursos humanos é o diferencial, e (viii) Perpetuidade: processo de vitalidade empresarial, sempre em busca de desenvolvimentos. Harmonização entre os objetivos dos sócios e das outras esferas relacionadas.

### **2.1.5 Vantagens e gastos da governança corporativa para as empresas**

Para Silveira (2004), existem dois tipos de vantagens para as corporações ao adotar a governança corporativa: vantagens externas e vantagens internas. Aquelas versam sobre a questão de que a companhia terá mais facilidade em captar recursos, também terá redução no custo de capital que é a taxa mínima de retorno para que os próximos investimentos traçados por uma corporação possam ser realizados. De forma geral as vantagens externas são onde a empresa se apresenta como mais atraente no cenário que envolve outros investidores. Esse aumento na demanda por sócios resultará em queda no custo de capital. O resultado desse processo seria um acréscimo no valor da empresa considerada corretamente governada. Diante disso, a queda do custo de capital passaria a diminuir a chamada Taxa Mínima de Atratividade (TMA), taxa de juros que aponta o mínimo que o sócio está disposto a ganhar quando realiza algum investimento, de outro modo, o máximo que o investidor está disposto a pagar quando realiza algum investimento. A diminuição desta possibilitaria à empresa a realização de um maior número de projetos, logo a empresa teria mais competitividade. As vantagens internas apresentam os seguintes aspectos relevantes: (i) Em firmas que se compõe de grupos familiares é importante trazer maior separação de papeis entre sócios, gestores e conselheiros; (ii) Aperfeiçoamento no âmbito dos instrumentos de cálculo sobre os lucros



dos executivos; (iii) Maior precisão nas questões decisivas (inovação, aprovação de projetos, bônus e correções) e (iv) Acréscimo de transparência no que envolve os *stakeholders*, aqueles que possuem interesse da empresa (subordinados, consumidores, credores, sócios), e diminuir a dependência sob indivíduos, ou seja, aumento do perfil institucional (SILVEIRA, 2004).

No entender de Siqueira (2007), a adoção deste sistema se apresenta com amplas vantagens, no entanto sua introdução resulta também em aumento de gastos. É certo que para alcançar o máximo de transparência empresarial possível, gestores necessitarão da elaboração de inúmeros relatórios financeiros e gerenciais mais aprimorados, por exemplo. Além dos gastos para aperfeiçoamentos, é possível que haja gastos difíceis para serem apurados.

## **2.2 Governança Corporativa no Brasil**

Para Dornelas (2005), assim como os demais países emergentes e os países mais desenvolvidos, o Brasil vem aumentando sua relevância em relação à governança corporativa. Empreendimentos bem governados seriam apresentados como mais confiáveis por agentes envolvidos (investidores, instituições financeiras). Obteriam maiores recursos, resultando em empreendedores mais competitivos e maiores desenvolvimentos nos mercados financeiros. Dentre os principais desafios entre os empreendedores encontra-se a questão de ter uma boa gestão empresarial. Com uma administração saudável, envolvendo alta proteção aos investidores, diminuição na assimetria informacional entre os administradores e todas as partes envolvidas, alcançará um maior desenvolvimento econômico e logo mercados financeiros mais progressistas. No Brasil, as chances de ser um gestor eficaz esbarram na inexistência de conhecimentos sobre a esfera empreendedora. Segundo Vieira e Mendes (2004), empresas nacionais tomam como seu desenvolver a questão familiar, é com o desenvolvimento empresarial torna-se necessária a entrada de novos recursos, como capital de terceiros e de créditos para projetos. É neste processo que uma gestão especialista se impõe.

De acordo com a Aliança Internacional de Governança Corporativa (ICGN) (2010), entre os países emergentes, o Brasil é o que mais consegue desenvolver o sistema de Governança Corporativa. Em uma listagem elaborada em 2010, que ocorre anualmente, a Aliança Internacional de Governança Corporativa elegeu o Brasil como o líder em desenvolvimento entre os emergentes com cerca de 71% (setenta e um por cento) dos

votos, seguido pela China com 15% (quinze por cento) e a Índia com 9% (nove por cento).

### **2.2.1 Aconselhamentos e missões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

Conforme Rossetti e Andrade (2014) é certo que para adequar-se à nova realidade da gestão empresarial o órgão regulador gera recomendações em prol do progresso empresarial: (i) Para as assembleias é um diferencial descomplicar a entrada dos acionistas, ademais considerar sugestões trazidas pelos minoritários; (ii) Favorecimento aos minoritários, de tal forma que terão direito no processo de votação que engloba as ações preferenciais. Na ocasião em que os controladores desacordam com os minoritários a solução deverá ser conduzida por mediadores; (iii) *Tag Along*, postura de equidade entre os acionistas e (iv) Eficácia nas decisões, envolvendo avaliação da maior parte do capital social

O não cumprimento dos conselhos não acarretará em punição pela Comissão de Valores Mobiliários. Dentre as principais missões da CVM, Rossetti e Andrade (2014) ressaltam que o órgão regulador deve ministrar sobre o desenvolvimento, a regularização e a supervisão sobre o mercado de valores mobiliários, em favor da captação de patrimônio empresarial, de forma a assegurar o interesse dos acionistas. Ademais promove a ampliação e o andamento eficaz do mercado acionário, assegura afastar as fraudes ou manipulações no âmbito empresarial e facilita a aproximação do público aos conhecimentos sobre os valores mobiliários emitidos pelas empresas.

### **2.2.2 A soberania empresarial em períodos recessivos**

Para Rossetti e Andrade (2014), o setor empresarial passou a ter significativos desenvolvimentos no decorrer do tempo. É certo que em tempos de recessão a maioria das firmas sofre enfraquecimentos financeiros, como na Crise Mundial de 1929, onde processo de crescimento empresarial foi interrompido. A interrupção evidencia que é necessário reparo nesses mercados, que se prolongam por quatro anos, momento no qual é retomado o método progressista das empresas. Os principais métodos de reparo são: (i) Fusão das empresas, onde são inseridas novas receitas operacionais proporcionando investimentos de grande amplitude; (ii) Associação entre o poder econômico e o poder político, gerando a implantação de métodos protecionistas pelo qual é sustentado os interesses dos gestores; (iii) Ampliação dos mercados e expansão demográfica, e (iv)

Melhoramentos tecnológicos: a busca de novos recursos se dispõe de inovações em prol do desenvolver da empresa.

### 2.2.3 Segmentos especiais de listagem

De acordo com BM&FBOVESPA (2016), os segmentos especiais de listagem (Nível I, Nível II Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível II e Novo Mercado), foram elaborados sob a função de auxílio ao desenvolvimento do mercado acionário nacional, seguindo os princípios do sistema Governança Corporativa. Esse conjunto de princípios tem o escopo de carregar consigo melhorias para a avaliação das outras companhias que especulam o método dos segmentos, resguardando direitos e proteção para sócios e gestores.

#### 2.2.3.1 Nível I de Governança Corporativa

De acordo com o pronunciamento da CVM (1986), no segmento de ingresso para o Novo Mercado, as empresas que estão sujeitas a esse nível de governança admitem praticar a gestão, pelo qual, sustentará a equidade e o acesso dos dados empresariais aos sócios.

**Tabela 1** – Síntese das condições exigidas das companhias para listagem no Nível I:

Manutenção em circulação de parcela mínima de ações, representando 25% do capital.	<i>Free-float</i>
Além das informações trimestrais e anuais obrigatórias por lei, abrir para o mercado demonstrações consolidadas; revisão especial emitida por auditor independente; fluxos de caixa da companhia e do consolidado; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos, indicando a sua evolução nos últimos doze meses; quantidade das ações em circulação, por tipo e classe.	Informações adicionais
Mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital.	Dispersão
Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação.	Partes beneficiárias
Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos da companhia, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores.	<i>Disclosure</i>

Nos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação.	Subsídios para análise
Abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante.	Posições acionárias
Divulgação de acordos de acionistas, para boa compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores.	Acordo de acionistas
Divulgação dos programas de opções de aquisição de ações destinados aos administradores.	<i>Stock options</i>
Obrigatoriedade de divulgação mensal dos negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores e conselheiros fiscais.	Negócios com ações
Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas	Reunião pública
Disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembléias e reuniões de divulgação de resultados.	Calendário anual
Divulgações dos nomes das companhias às quais forem aplicadas penalidades pela BM&FBOVESPA	Sanções

Fonte: Elaboração própria, a partir das descrições de ANDRADE e ROSSETTI, 2014, p.451 e 452

### 2.2.3.2 Nível II de Governança Corporativa

As empresas que estão neste segmento estão sujeitas a realizar todas as práticas listadas na regulamentação do Novo Mercado, com a exclusão de alguns itens. Assumem o direito de conservar as ações preferenciais, ou seja, as ações que não possuem direito ao voto (CVM, 1986).

**Tabela 2 – Síntese das condições exigidas das companhias para listagem no Nível II:**

De acordo com Rossetti e Andrade (2014), partindo do Nível I, os acréscimos para o ingresso no Nível II são:

Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações de grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 80% do valor das ordinárias	<b>Tag along</b>
Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais, para matérias de alta relevância corporativa: a) transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; b) aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outros em que possa haver conflitos de interesses; c) avaliação de bens que concorram para o aumento de capital; e d) escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento de capital.	<b>Direito de voto</b>
Oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada, selecionada, pela Assembléia Geral, de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. A escolha será por maioria absoluta dos votos das ações em circulação, independentemente de sua espécie ou classe	<b>Fechamento de capital</b>
Nas companhias em que o controle não é exercido por um acionista controlador formalmente caracterizado, a BM&FBOVESPA conduzirá o processo de oferta pública de aquisição de ações para a saída desse segmento de mercado.	<b>Controle difuso</b>
Constituição desse órgão de governança por; no mínimo, cinco membros, com mandatos que podem estender-se para até dois anos. A proporção de conselheiros independentes deverá ser; no mínimo, de 20%.	<b>Conselho de Administração</b>

**Fonte:** Elaboração própria, a partir das descrições de ANDRADE e ROSSETTI, 2014, p.452 e 453.

**2.2.3.3 Novo Mercado**

Para o BM&FBOVESPA (2016), Novo mercado, firmado no ano 2000, elaborado partindo das doutrinas do sistema de governança corporativa, já no ano de 2002 foi lançada a primeira listagem, dessa forma padronizando a equidade entre as empresas de capital aberto, método exigido por investidores.

Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção

destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. As empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (BM&FBOVESPA, 15 mar. 2016).

Para Rossetti e Andrade (2014), o Novo Mercado é bastante semelhante às regras requeridas nos segmentos Nível I e Nível II. No entanto a perspectiva do Novo Mercado é de ministrar sobre as firmas que almejam abrir o capital, as firmas que já estão com capital aberto com pelo menos quinhentos acionistas (apenas ações ordinárias) e firmas com capital aberto que possam substituir as ações preferenciais por ordinárias. Partindo da governança e da proteção aos acionistas, as regras do Novo Mercado BM&FBOVESPA (2016) regem:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- Em caso de listagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública de aquisição, para recomprar as ações de todos os acionistas pelo valor econômico, no mínimo;
- O conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato máximo de dois anos;
- A empresa também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*freefloat*);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deve disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessária divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da empresa pelos diretores, executivos e acionistas controladores (BM&FBOVESPA, 28 ago. 2016).

Para o Instituto Brasileiro Governança Corporativa - IBGC (2011), a principal diferença entre o Novo Mercado e o Nível II são as ações preferenciais, isto é, as companhias do

Novo Mercado só possuem ações ordinárias.

#### **2.2.3.4 Bovespa Mais**

Elaborado pela BM&FBOVESPA com o objetivo de aproximar o mercado de ações brasileiro às empresas, com destaque para as empresas de médio e pequeno porte (BM&FBOVESPA, 2016).

O Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo (BM&FBOVESPA, 28 Ago. 2016).

#### **2.2.3.5 Bovespa Mais Nível II**

Segmento parecido com o Bovespa Mais, no entanto com algumas divergências. As ações preferenciais acarretam em direto ao voto por sócios em posições cruciais como a aceitação de fusões empresariais (BM&FBOVESPA,2016).

As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador (BM&FBOVESPA, 28 ago. 2016).

### **2.3 Teoria da agência**

Para Giambiagi e Além (2001), as falhas de mercado existem por conta das externalidades: monopólio natural, inflação, desemprego e principalmente informações assimétricas. Uma vez que as companhias nacionais estão prosperando, mostram um sistema cada vez mais complexo, é certo que os denominados conflitos de agência tendem a ocorrer no meio corporativo em progresso, dessa forma, uma das justificativas para o avanço das análises sobre o impacto de uma boa governança corporativa sob o resultado lucrativo das empresas brasileiras.

Para Nishi (2003), as maiores corporações se mostram com divisões entre a gestão e a administração, fator que decorre do conflito de agência, em razão da assimetria informacional entre gestores e proprietários. Nesse caso o administrador da empresa possui vantagem pelo motivo de maior conhecimento sobre a firma. O problema do

principal-agente (Teoria da Agência) manifesta-se no relacionamento entre o principal e o outro agente, existindo três requisitos primordiais:

- a) O agente dispõe de vários comportamentos possíveis para serem adotados, ou seja, em uma corporação, por exemplo, os administradores são aqueles que, efetivamente, detêm o controle sobre os ativos da firma, podendo empregá-los de distintas maneiras;
- b) A ação dos agentes/administradores afeta não apenas seu próprio bem-estar (estabilidade, crescimento), mas também do principal/acionistas controladores (valorização das ações, dividendos);
- c) As ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes. (NISHI, 2003, p.37)

Conforme Correia e Amaral (2008), as empresas estão sujeitas a um cenário de uma conjuntura bastante recente e de uma nova fase do capitalismo, as companhias recentes precisaram interligar suas estruturas e seus métodos de gestão subordinadas aos efeitos econômicos. Ainda com os autores, a companhia mantém a lógica de dependência em relação a determinados interesses, estão subordinados aos ganhos daqueles que se encontram no topo da hierarquia empresarial. Para além, a dependência percorre aqueles que passam a ter alguma fração do patrimônio da empresa, onde visam seus ganhos por ter bens empregados na empresa (acionistas). O escopo empresarial está em potencializar e aumentar os recursos dos diretores, contudo, a companhia fragmenta-se por conta das vinculações contratuais entre os interessados que geralmente possuem propósitos divergentes (CORREIA e AMARAL, 2008). Nesses tipos de ocorrências se apresenta a Teoria de Agência, a mesma visa traçar investigações perante esses relacionamentos e conceber as ferramentas necessárias para interromper ou limitar as discórdias no convívio entre diretores, administradores e sócios da companhia.

De acordo com Lunardi (2008), a Teoria de Agência é caracterizada por:

- Proprietários (ou acionistas) e administradores têm interesses diferentes. Governança é um conjunto de práticas pelas quais o Conselho de Administração garante o controle dos atos dos gestores, face aos interesses dos acionistas;
- O papel do Conselho de Administração tem ênfase em ações de controle e rigor na transparência e na prestação de contas por parte dos gestores (*accountability*);

Trata da importância do Conselho de Administração na definição de políticas de remuneração dos administradores (LUNARDI, 2008, p.32).



A companhia mais se aproxima de um perfil empresarial, em especial, são as de capital aberto, que conseguem atrair diversos modelos de sócios. Apesar dos acionistas serem proprietários da firma, eles não integram a gestão da empresa, essa separação da administração e os diretores fornecem sustentação a empresa. De forma geral a divisão entre a gestão corporativa e a propriedade da empresa é uma utilidade, desse modo poderá comportar diversos sócios e nem todos poderão participar da gestão da empresa. Uma vez que as corporações apresentam um domínio acionário baixo os proprietários têm maiores acessos aos seus interesses, pois existira intervenção direta e sem interrupções no caminhar empresarial (BREALEY e MYERS, 2003).

De acordo com Brealey e Myers (2003), a divisão empresarial se apresenta com algumas vantagens, por exemplo, conceder que a corporação altere sua propriedade sem prejudicar as suas atividades. Entretanto, quando existir divergência entre os objetivos dos administradores e dos diretores da empresa, isso acarretará em complicações, por exemplo, uma operação empresarial que resultará em um aumento significativo de bens dos administradores e pouco considerável ou nulo dos proprietários, isto é, aplicação do capital de terceiros para expandir seus recursos sem exercer o traçado no qual fora atribuído, que é aumentar o valor da corporação. Nessas circunstâncias há o aparecimento do “conflito de agência”. Para Jensen e Meckling (1976), a chamada teoria da agência é o acordo entre dois ou mais indivíduos titulados acionistas (dominantes), pelo qual encaminham um gerente com autoridade vinculado à lógica de obter lucros e progresso empresarial. Para os autores, é nesse quesito que os conflitos de agência dispõem sua ascensão. O gerente contratado detém motivos para não agir conforme os interesses dos dominantes, de modo que as despesas dos acionistas tendem a aumentar para manter seus interesses.

Para Silveira (2004), essas despesas são o somatório de:

- Custos de criação e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
- Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
- Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;

Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal. (SILVEIRA, 2004, p.13)

Para Nishi (2003) os gestores contratados compreendem que podem expandir seus recursos antecipadamente aos ganhos dos proprietários, o que instaura um conflito de agência. Para o autor existem cinco formas de implementar essas práticas:

- Pela determinação de remuneração abusiva para si próprios;
- Pelo roubo dos lucros;
- Pela venda da produção, ativos, ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa das quais são controladores;
- Pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais (nepotismo);
- Pelo empreendimento de projetos devido ao seu gosto pessoal e não devido a estudos técnicos de viabilidade. (NISHI, 2003, p.24)

Segundo Silveira (2004), é útil considerar a governança corporativa como uma ferramenta que pode guiar a empresa para o afastamento do cenário que envolve o problema de agência, de tal forma a alcançar maiores resultados em seu desempenho. Assim, o propósito é desenvolver a empresa no âmbito financeiro a fim de levar a corporação a valorização e ao alcance de novos investidores.

### **3 METODOLOGIA**

A pesquisa trata-se de um estudo de caso, buscando a investigação sobre os fenômenos contemporâneos dentro da conjuntura real, ou seja, o estudo de caso visa verificar a realidade dos acontecimentos que, quando descobertos, guiam para os usos dos métodos (YIN, 1994). O método para estudo de caso visa-se analisar, comparar e descrever. Desse modo, a pesquisa elaborada visa explanar os dados que relatam os cenários das variações das ações de acordo com o segmento relacionado. Foram verificadas as atuações estatísticas dos dados fornecidos pela Bovespa, assim como as numerosas variáveis macroeconômicas visando deparar com as tendências que explicam o desempenho das ações de cada segmento. Os processos da pesquisa empregados, que por se tratar de verificação de desempenhos, comparação de segmentos, é de caráter quantitativo com fundamentos estatísticos.

### **3.1 Metodologia do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)**

No Índice de Governança Corporativa, os ativos são avaliados pelo valor de mercado, ou seja, os ativos que estão em atividade (*freefloat*). O propósito do IGC é apresentar o desempenho médio das cotações dos ativos das companhias que estão relacionadas com o Novo Mercado, Nível I ou Nível II da BM&FBOVESPA. Partindo disso, o índice se apresenta como um conjunto das ações associadas na BM&FBOVESPA que correspondem aos fundamentos abaixo.

#### **3.1.1 Fundamentos de inclusão**

- Estar relacionado no Novo Mercado, Nível I ou Nível II da BM&FBOVESPA
- Possuir frequência em pregão de 50% (cinquenta por cento) no período de competência das três carteiras passadas ou em seu espaço de listagem se for menor.
- Não estar associado em ações que possuam cotações inferiores a um real (*Penny Stock*)

#### **3.1.2 Fundamentos de exclusão**

- Qualquer que deixar de cumprir com um dos fundamentos acima citados.
- Não estar associados nos níveis de governança corporativa. Estes serão desligados da finalização do último dia de negociação do segmento envolvido.

### **3.2 Metodologia do Índice do Bovespa (Ibovespa)**

O Ibovespa é o efeito de uma carteira de ativos pelo qual o diagnóstico principal é atuar como indicador do desempenho médio que as cotações dos ativos obtiveram. O índice é subordinado às ações de empresas que estão listadas na BM&FBOVESPA e associado aos fundamentos abaixo.

#### **3.2.1 Fundamentos de inclusão**

- Ativos elegíveis que, na competência das três últimas carteiras em classificação decrescente, pelo Índice de Negociabilidade (IN) apresentem 85% (oitenta e cinco por cento) do total

somado nos indicadores.

- Ação junto ao pregão de 95% (noventa e cinco por cento) no período de competência das três últimas carteiras.
- Ter envolvimento em desfecho à quantidade financeira superior ou igual a 0,1% (zero vírgula um por cento), no mercado imediato (a vista), no período de competência das três últimas carteiras.
- Não está associado a ações que possuem cotações inferiores a R\$ 1,00 (um real), (*Penny Stock*).

### **3.2.2 Fundamentos de Exclusão**

- Avaliado e classificado com cotações inferiores R\$ 1,00 (um real), (*Penny Stock*).
- Não acatar pelo menos dois dos fundamentos mencionados acima.
- Possuir ativos em ordem decrescente de IN, pelo qual, acima de 90% (noventa por cento) no período de competência das três últimas carteiras.

### **3.3 Análise dos índices (IGC e IBOVESPA)**

O critério de Análise desta pesquisa é o estudo de caso. De acordo com Bervian e Silva (2006), o critério de análise pelo qual se sujeita a pesquisa procura observar e encontrar a existência dos fatos e quando completados encaminham para o a utilização do método.

#### **3.3.1 Fundamentos para Análises**

O escopo da pesquisa é verificar o desempenho das companhias que adotam boas práticas de governança corporativa através das suas ações que estão associadas no Índice de Governança Corporativa. Uma das suposições das empresas que adotam esse sistema é que possuem um melhor desempenho nas suas parcelas de capitais. De forma geral será feita uma análise por meio das cotações relacionadas ao IGC sobre as cotações listadas no IBOVESPA. No âmbito que envolve os critérios avaliativos esta pesquisa está sujeita às médias das cotações no período de janeiro 2010 a dezembro de 2015. Para deparar com as cotações relacionadas nos períodos, verificaram-se dados fornecidos no site da BM&FBOVESPA, de forma que é apresentado um apontamento referente à média mensal e anual das cotações.

### 3.3.2 Critérios para a verificação do desempenho das carteiras

A pesquisa tem como um dos objetivos verificar, de modo comparativo, o desempenho das ações que estão relacionadas no IGC-NM e as que estão no IBOV. Dentre as suposições, entre as menos indispensáveis encontra-se a de que as empresas que estão relacionadas no sistema de Governança Corporativa possuem um desempenho melhor nas suas ações do que as que não estão no sistema.

Para estabelecer informações sobre o desempenho das ações usou-se da variação média que as cotações obtiveram ao longo do mês, em segundo momento, a média anual das variações, de fevereiro de 2010 até dezembro de 2015. As fontes essenciais para o apanhamento dos dados para as verificações foram o *website* da BM&BOVESPA (2016) e o aplicativo subordinado a Microsoft (Excel).

### 3.4 Procedimentos e Cálculos

Após a apuração das cotações mensais médias do IGC-NM e do IBOV, foram calculadas as variações percentuais para cada mês e posteriormente a média anual das variações. A variação percentual apresenta a diferença entre quantidades, para mostrar as alterações que ocorreram ao decorrer do tempo (MARTINS; DOMINGUES, 2011):

$$X = \frac{V2 - V1}{V1} \cdot 100$$

Onde, “V2” representa o valor final observado, “V1” representa o valor inicial observado.

Em seguida calculou-se a média das variações (MARTINS; DOMINGUES, 2011):

$$X = \frac{\sum X}{n}$$

Em que  $\sum X$  representa o somatório dos valores observados e “n” está representando a quantidade de valores que foram observados. Posteriormente aos cálculos de médias, calculou-se a variância e o desvio padrão. As medidas de dispersões permitem verificar se ocorrem diferenças destacáveis entre as médias. De acordo com Fung (2011), usa-se a variância com o objetivo de comparar as médias anuais da variação percentual das cotações listadas no IBOV e no IGC-NM. Isto é, comparando se as médias de valorização

das ações são similares. O cálculo permite a melhor comparação entre os diferentes segmentos. De modo geral, a análise de variância serve de base para a observação das amostras, isto é, se é real ou não.

Para a variância encontra-se:

$$S^2 = \sum \frac{(x - \mu)^2}{n - 1}$$

Em que  $\sum(x - \mu)^2$  é a sucessão das somas dos desvios quadráticos.

Por fim, realizou-se a Covariância, uma medida pelo qual o escopo é verificar a maneira como as variáveis se relacionam. Desse modo, como o IGC-NM varia em relação ao IBOV. Ressalta-se que, quando o resultado da covariância é positivo, as variáveis analisadas tendem a uma variação na mesma direção. Desse modo, se uma variável aumenta a outra tende a aumentar também e se uma não aumentar a outra tende a não aumentar também. Quando a covariância é negativa as variáveis tendem a variar de modo oposto (FUNG, 2011).

Assim encontra-se:

$$COV_{x,y} = \sum \frac{(x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})}{n - 1}$$

Em que  $(X_i - \bar{X})$  é a dispersão de cada dado da sequência X em relação à média e  $(Y_i - \bar{Y})$  é a dispersão de cada dado da sequência Y em relação à média.

#### **4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS**

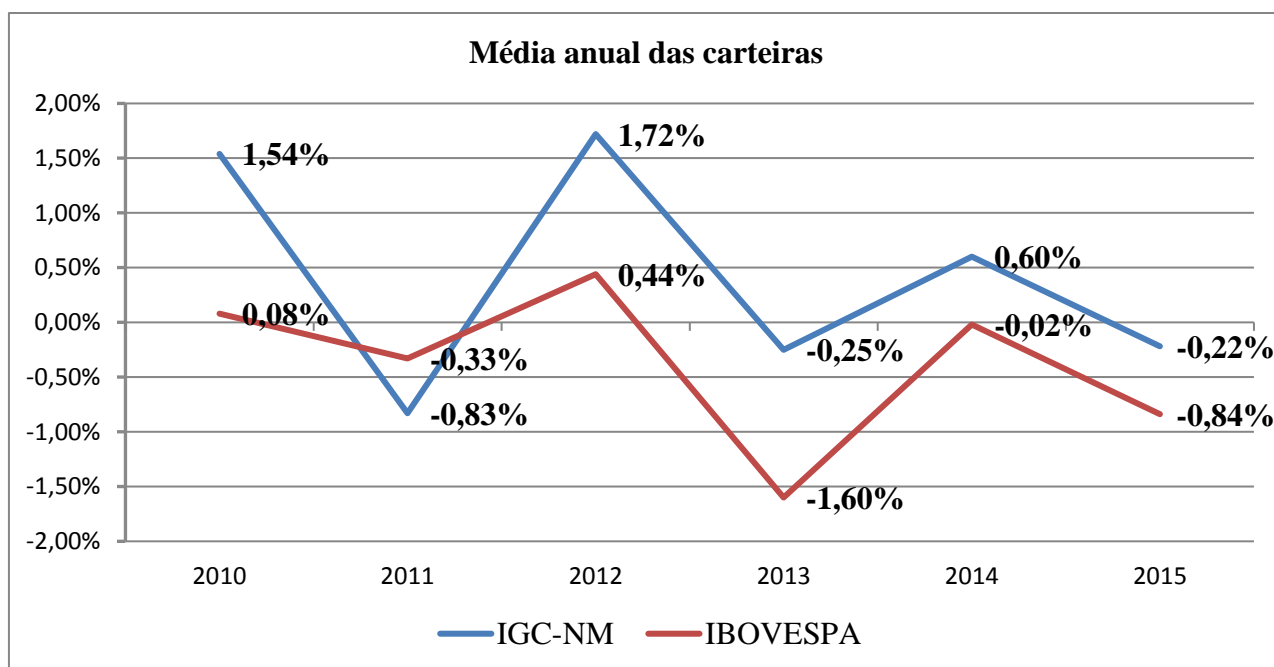
Nesse capítulo serão apresentados os resultados das análises encontradas na pesquisa. Especificamente, dispõe-se de análises sobre o comportamento das ações das empresas listadas no segmento IGC-NM e das que estão listadas no IBOVESPA através das suas cotações médias mensais. Utilizados como mecanismo para análise do impacto da adoção de boas práticas de governança corporativa junto ao desempenho das ações empresariais durante os anos de 2010 a 2015. Tomando como base as cotações, que se define como os

ativos empresariais em um dado momento partindo da lei de oferta e demanda. Quando a procura é alta, o preço sobe, quando a oferta é alta o preço cai. Posteriormente serão expostas as verificações de média mensal e anual, variância e covariância. E como terminante teste de média e de variância.

#### 4.1 Análise das cotações médias e variação percentual média do IGC-NM e IBOV

Na tabela a seguir é permitido analisar a média das cotações do IGC-NM e do IBOVESPA. Conforme exposto anteriormente, será analisado mensalmente o desempenho dos índices relativo ao ano relacionado.

**Gráfico 1 – Relação das médias anuais 2010 a 2015**



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados retirados do site da BM&FBOVESPA, 22 set. 2016

#### 4.1.1 Análise da evolução média por desvio e variância - IGC-NM e IBOV

**Tabela 3– Tabela de resultado 2010 a 2015 – IGC-NM/IBOV**

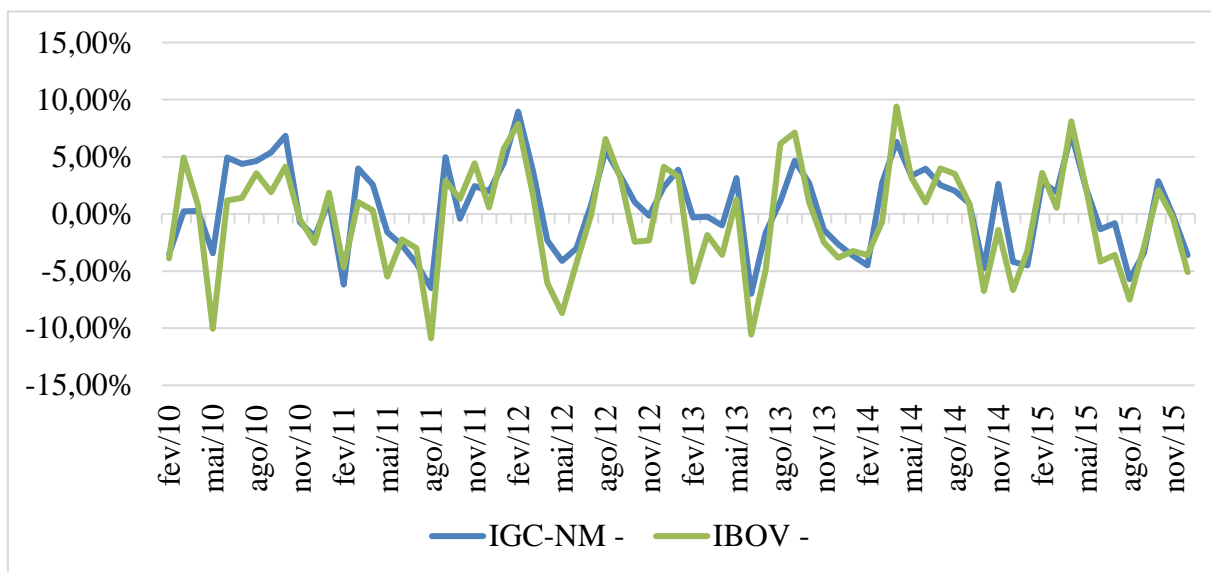
IBOV	IGC-NM	
-0,004587	0,005446	<b>Média</b>
0,002106	0,001355	<b>Variância</b>
0,045565	0,036553	<b>Desvio Padrão</b>
0,145%		<b>Covariância</b>

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados retirados do site da BM&FBOVESPA, 30 set. 2016

É possível verificar que a média das carteiras relacionadas ao segmento IGC-NM acumularam a valorização média no período estudado de 0,54%, já a média acumulada nas carteiras relacionadas ao IBOV foi menor -0,45%. Nota-se também que o melhor desempenho das ações que compõe IGC-NM e que compõe o IBOV, foram, ambas, no ano de 2012. Vantagem para as empresas listadas no IGC-NM com desempenho médio de 1,72% enquanto que as empresas relacionadas no IBOV somaram em média 0,44%. Em relação à variância, é possível verificar que o IGC-NM acumulou 0,13% e o IBOV em 0,21%.

O resultado desta pesquisa é baseado na covariância. Sendo assim, o valor da covariância apresentado foi de 0,1451%, sendo o valor positivo, o resultado aponta que as duas variáveis analisadas tendem a variar na mesma direção, quando uma aumentar a outra também vai aumentar e quando uma não aumentar a outra tende a não aumentar também.

**Gráfico 2 – Desempenho das carteiras 2010 a 2015**



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados retirados do site da BM&FBOVESPA, 30 set. 2016.

#### **4.1.2 Análise das informações dos períodos estudados e possíveis influências no gráfico 2.**

De acordo com Agência do Estado (2010), a principal ferramenta que impulsionou as quedas nos índices IGC-NM e IBOVESPA no início do ano (fevereiro) foi o Banco Central Chinês. Durante o mês ele decidiu aumentar as reservas compulsórias dos bancos por conta do elevado juros no mercado, contendo a oferta de crédito do país, impactando



os mercados de matérias-primas que a Bovespa tem como a sua principal base. Empresas como a Vale (VALE ON), listada na carteira IGC-NM, e Petrobras (PETROBRAS ON), listada no IBOVESPA, desvalorizaram por conta da retenção de crédito Chinesa, além disso, o Banco Central da China aumentou a taxa de juro referêcia no leilão da semana de venda de títulos. Comportamento que foi visto no mercado como um indício de que a China poderia mudar sua política monetária em prol de combater a inflação. Essas práticas levaram a um baixo desempenho das ações Chinesas e nos outros mercados da Ásia. Como consequência, a baixa se espalha por países que adotam o euro como moeda. Em resultado, analisa-se que as empresas listadas no IBOVESPA sofreram as maiores quedas, pois o IGC teve queda de -3,54% e o IBOVESPA com queda de -3,90%. Favorável a empresas que acompanham aos fundamentos do IGC-NM. Comparando os índices percebe-se a diferença de -6,60% em maio de 2010, favorável as companhias que acompanham aos fundamentos do IGC.

Para a Agência do Estado (2011), o mês de abril foi marcado pela sucessão de acontecimentos no âmbito organizacional da empresa Vale, empresa listada no Novo Mercado (IGC-NM). A companhia passava por alterações na gestão no comando. Além do vigor das ações de primeira linha, o cenário do mês se marcava pelas oscilações da política monetária internacional, especificamente a taxa de juros dos Estados Unidos. O FED (*Federal Reserve*, Banco Central dos Estados Unidos) tomou a decisão de retirada sob os estímulos à economia, o que tornou as perspectivas de aumento na taxa de juros básica maiores. No mercado brasileiro, o cenário ficou incerto devido a Reunião do COPOM e a persistência sobre as questões inflacionárias. Percebe-se a diferença de 2,25% em abril de 2011 na comparação das empresas listadas no IGC-NM e no IBOV, resultando em vantagem nas cotações das companhias listadas no Novo Mercado.

Segundo o Instituto Brasileiro Governança Corporativa - IBGC (2011), em julho de 2011 a Forjas Taurus, empresa que fabrica capacete para usuários de motocicletas, armas de fogo e grandes máquinas, ingressou ao Nível II de Governança Corporativa. Com essa alteração de segmento as ações preferenciais da empresa fecharam o dia com aumento de 9,81%. Esse ingresso foi consequência de sucessivas alternâncias nas gestões com o objetivo de reestruturação societária. Com a conquista do Nível II, a empresa juntou-se as outras 180 (cento e oitenta) empresas que compõem os segmentos diferenciados de Governança. No ano de 2010 distribuídas em 123 (cento e vinte e três) no Novo Mercado, 39 no Nível I e 18 no Nível II.

Em fevereiro de 2012 a empresa Parapanema (PMAM3) iniciou seu ciclo no Novo Mercado, o nível mais alto do sistema de Governança Corporativa da BM&FBovespa. A empresa atua no ramo das matérias primas, especificamente produtora de cobre refinado. É certo que suas ações foram valorizadas, acionistas, clientes esperam que as empresas se aproximem da transparência. De acordo com BM&BOVESPA (2012), no dia que a empresa ingressou no Novo Mercado as ações ordinárias da empresa tiveram variação positiva de 2,37%. Neste ano, o BM&FBovespa contará com 126 empresas no Novo Mercado, 18 listadas no Nível II e 37 no Nível I e duas empresas no Bovespa Mais. No relatório final, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa somam 182 companhias.

Segundo a Agência do Estado (2012), o parlamento grego aprovou as medidas para que a Grécia recebesse um pacote de ajuda externa, e corte dos gastos. Medidas impostas por países componentes da União Europeia e pelo FMI (Fundo Monetário Internacional), estes liberariam para a Grécia o pacote de ajuda. Cenário que trouxe aumento percentual nas principais ações do Brasil. No dia da aprovação da medida, o Ibovespa elevou em 1,04%, comparando os índices em fevereiro, percebe-se a diferença de 1,07%, vantagem as empresas listadas no IGC-NM.

De acordo com a BM&BOVESPA (2013), no final do mês de maio (2013) o Copom, Comitê de Política Monetária associado ao Banco Central, apresentou suas decisões sobre a taxa básica de juros, elevando a taxa SELIC em 0,25%, mostrando assim como a curva de juros se comportaria fator que levaria os mercados a novas quedas, uma vez que investidores aguardaram por uma taxa SELIC com pelo menos 0,50%. O Ibovespa aponta que o primeiro semestre de 2013 se apresentava o pior desempenho em dez anos. Motivos acarretados principalmente por conta de redução de impostos e estímulos ao investimento que não responderam à expectativa governamental. Ferramenta principadora dos receios econômicos seria o otimismo apresentado no início do ano. Dessa forma, a contribuição para primeira grande queda do ano -10,06%, está associada de forma plausível aos resultados de decepções que o PIB nacional apresentou. A economia do Brasil não consegue acelerar conforme o esperado para o primeiro semestre de 2013. O crescimento do país foi inferior a 3% neste período. Com o cenário incerto, economia estagnada e altas taxas inflacionárias certamente os investidores aumentam seus receios com relação ao mercado brasileiro, dando preferência para empresas com melhores gestões. Acionistas

minoritários avessos ao risco buscam companhias que adotam sistema padronizado de governança.

Conforme Bovespa (2014), as quedas nas cotações explicam-se pelas instabilidades políticas e econômicas que o Brasil estava sujeito. Nas eleições presidenciais, o mercado reagiu de acordo com especulações de pesquisas do Ibope sobre os candidatos de oposição da então presidenta Dilma. Em março de 2014 a candidata se manteve à frente das pesquisas eleitorais, investidores buscavam então o maior índice protecionista em suas participações no mercado. A diferença em março é de 2,05%, favorável às empresas que adotam o sistema de Governança Corporativa. Além da instabilidade política e econômica, de acordo com a BM&BOVESPA (2014), o mercado internacional também estava influenciando os resultados. Reação de investidores notória, as expectativas de investidores aumentam por conta da reunião da equipe monetária do *Federal Reserve* (Banco Central dos Estados Unidos). Nesse caso o então ministro da fazenda Guido Mantega e sua equipe econômica reuniram-se para discutir sobre a tributação de empresas nacionais no exterior. É possível analisar que a diferença entre os índices é de 2,95%, em junho, favorável às empresas sujeitas ao IBOVESPA. Quando companhias do setor elétrico e de abastecimento relataram que os níveis do reservatório da Cantareira voltaram a apresentar taxas negativas, e sem previsão para chuva, acorrem queda em ambos dos índices com diferença -2,00%, em dezembro, encerrando o ano com cotações negativas.

Em junho de 2015, pela primeira vez o IBGC interrompeu o ciclo da Petrobras em seu quadro de empresas relacionadas. A tomada de decisão percorreu de forma positiva o âmbito acionário, no entanto trouxe questionamentos sobre o momento em que a decisão fora tomada. De acordo com o IBGC a companhia suspensa se apresentava com bastante risco e desconfiança aos investidores. É certo que a empresa estatal aumentava ainda mais a desconfiança dos investidores. Em agosto de 2015 os dois índices relacionados tiveram quedas em suas cotações, -5,71% para o IGC e -7,51% para o IBOVESPA. Para a BM&BOVESPA (2015), uma das motivações da média em queda é um cenário econômico com apreensão fiscal. O mês foi marcado por tentativas governamentais de promoção do ajuste nas contas públicas por conta do déficit primário previsto para 2016. O mercado internacional também influenciou por conta do *Federal Reserve*, elaborando o aumento sobre os juros, nesse caso a *Dow Jones*, principal Bolsa de Valores Norte Americana também fechou o mês em queda. O mês de agosto foi marcado por preocupações em relação aos ajustes fiscais, e apreensão sobre a política monetária dos

Estados Unidos.

O total acumulado, isto é, a soma das medias entre 2010 e 2015 do IGC-NM foi de 2,43% e do IBOVESPA -2,28%. Tomando como base a média anual durante esses períodos calcula-se que as empresas listadas no IGC-NM evoluem em média 0,48% ao ano, enquanto que as empresas listadas no IBOVESPA têm a média -0,45% ao ano. Diferença de 0,93%, diante disso, prevalecendo empresas que adotam boas práticas de governança corporativa e listadas no IGC.

## 5 CONCLUSÃO

Não se encontra uma exatidão histórica do instante exato que a governança corporativa se manifestou. Encontram-se múltiplas barreiras pelo motivo das inúmeras verificações diferentes sobre o mesmo tema. O método de organização industrial estava vigente mesmo durante o tempo em que o termo não era aplicado pelas empresas, pois já existia expectativa para o conflito entre sócios e gestores. A pesquisa relatada faz parte das numerosas verificações que buscam compreender se as empresas relacionadas em boas práticas de governança corporativa possuem desempenho superior em suas carteiras em relação às empresas que não adotam essas práticas.

O objetivo do método de organização industrial é a redução do conflito de agência em favor da transparência e da diminuição dos riscos, estimulando o interesse de investidores. A pesquisa propôs observar e verificar se o desempenho das ações das companhias que se sujeitam à governança corporativa e listadas no Novo Mercado é superior às ações das companhias que estão listadas no IBOVESPA. Por meio desta análise, constata-se que no Brasil, de fevereiro de 2010 até dezembro de 2015, não existe relação de superioridade às empresas relacionadas às boas práticas de governança corporativa. Empresas que estão elencadas no Novo Mercado não possuem desempenho melhor que as firmas que não estão elencadas neste segmento. O resultado desta pesquisa é incompatível aos pressupostos apresentados nesta análise que toma como base diversos autores, isto é, argumentos que a boa pratica de governança corporativa levaria o triunfo acionário a empresa.

O resultado obtido teve como base a covariância que sendo o valor positivo, o resultado

aponta que as duas variáveis relacionadas tendem a variar na mesma direção. Em relação ao desempenho médio das ações durante o período analisado, percebe-se que ao comparar os segmentos, o IGC-NM foi superior ao IBOV: 0,005446% para o IGC-NM e - 0,004587% ao IBOV. Porém esses valores comprovam a superioridade das empresas listadas no IGC-NM, por este motivo o resultado tem como base a covariância, resultado significativo estatisticamente, usado para mensurar o grau da dependência linear entre duas variáveis.

Os estudos sobre as virtudes da governança corporativa no Brasil são limitados pela obtenção de informações das companhias, explicada pela grande competitividade empresarial. Só é possível coletar dados por meios secundários, sendo impossível afirmar se os conselheiros possuem influências majoritárias nos desempenhos das ações. Por fim, a pesquisa demonstra que existe um longo caminho na obtenção de boas práticas de governança corporativa, isto é, com as qualidades fundamentais dos métodos e a eficácia do seu funcionamento.

## REFERÊNCIAS

AGÊNCIA DE ESTADO. **Governança Corporativa**. Disponível em: <[http://institucional.ae.com.br/Busca?term=gov+corporativa&sbt\\_busca=ok/](http://institucional.ae.com.br/Busca?term=gov+corporativa&sbt_busca=ok/)> Acesso em 13/09/16.

\_\_\_\_\_. **Novo Mercado**. Disponível em: <[http://institucional.ae.com.br/Busca?term=novo+mercado&sbt\\_busca=ok/](http://institucional.ae.com.br/Busca?term=novo+mercado&sbt_busca=ok/)> Acesso em 11/09/16.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo, 7<sup>o</sup> Edição, Editora Atlas, 2014.

ATKINSON, A. A.- **Contabilidade gerencial**. Tradução de André Olímpio Mosselman Du Chenoy Castro. São Paulo - Atlas, 2000.

BERVIAN, Pedro; SILVA, Roberto - **Metodologia Científica** São Paulo, 6<sup>a</sup> Edição, Editora Pearson, 2006.

BM&FBOVESPA. **Índices Amplos (Ibovespa).** Disponível em: < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa.htm/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa.htm/)>. Acesso em 14/05/2016.

\_\_\_\_\_, **Índices Amplos (Ibovespa).** Disponível em: < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa.htm/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa.htm/)>. Acesso em 14/05/2016.

\_\_\_\_\_, **Índices de Governança.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-de-governanca/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-governanca/)>. Acesso em 11/05/2016.

\_\_\_\_\_, **Noticias.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/noticias/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/)>. Acesso em 12/05/2016.

\_\_\_\_\_, **Segmentos de listagem.** Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)> Acesso em 04/04/16.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco.** São Paulo, Editora Bookman, 2003.

CORREIA, Laíze Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **Reflexão sobre as Funções da Governança Corporativa.** Revista Angrad, Rio de Janeiro Jul/Ago/Set, 2008.

FUNG, Kaiser. **Os números governam sua vida.** São Paulo, 3º Edição, Editora DVS, 2011.

GIAMBIAGI, Fábio - ALÉM, Ana Cláudia . FINANÇAS. PUBLICAS. **Teoria e Prática no Brasil.** São Paulo - 2001.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 4ª edição, São Paulo: IBGC, 2009.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Uma década de governança Corporativa**, 1ª edição, São Paulo: IBGC, 2006.

IBGC. **Governança Corporativa.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161/>> Acesso em 25/03/16.

\_\_\_\_\_, **Origens da Governança.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166/>> Acesso em 25/03/16.

\_\_\_\_\_, **Princípios Básicos.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18163/>> Acesso em 25/03/16.

LUNARDI, Guilherme Lerch - Um Estudo Empírico e Analítico do Impacto da Governança de TI no Desempenho Organizacional. Tese de Doutorado, 2008. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/13248/>>, Acesso em 28/04/16.

MARTINS, G. A.; DOMINGUES, O. **Estatística geral e aplicada.** São Paulo: Atlas, 2011.

NISHI, Lisandro Fin. **Adesão aos Níveis de Boa Governança Corporativa da Bovespa: Um Estudo de Evento** Dissertação de Economia (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

SILVA, André Luiz Carvalhal. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2006.

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

UNICAMP. **Análise de Investimentos.** Disponível em: <[vigo.ime.unicamp.br/Projeto/2009-2/MS777/ms777\\_ieda.pdf](http://vigo.ime.unicamp.br/Projeto/2009-2/MS777/ms777_ieda.pdf)> Acesso em 04/04/2016.

VALORINVEST. **Custo de capital no impasse do setor elétrico.** Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-consultor-financeiro/2915744/queda-do-custo-de-capital-no-impasse-do-setor-eletrico>> Acesso em 20/03/16.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo S.T **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro.

Governança Corporativa e o Triunfo Corporativo: O Impacto no Desempenho das  
Ações das Empresas que Adotam Práticas de Governança Corporativa

---

YIN, Robert. **Qualitativa do Início ao Fim** - São Paulo, 2ª Edição, Atlas, 1994.



# **CORPORATE GOVERNANCE AND THE CORPORATE TRIUMPH: THE IMPACT OF PERFORMANCE SHARES OF COMPANIES ADOPT CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES**

**Bruno da Silva Rocha**  
Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas  
[brunao.94@hotmail.com](mailto:brunao.94@hotmail.com)

**Silvano França**  
Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas  
[fraca.sf.66@gmail.com](mailto:fraca.sf.66@gmail.com)

**Ricardo Lerche Eleuterio**  
Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas  
[ricardo.eleuterio@uol.com.br](mailto:ricardo.eleuterio@uol.com.br)

## **ABSTRACT**

Research on the adoption of corporate governance practices and their impact on the stock performance of companies have been presented with great relevance in the sphere of industrial organization. Hastily it is accepted that companies that adopt good corporate governance practices have a better appreciation of their actions than companies that do not adopt the model of business management. To verify that the Corporate Governance conceives better performance in the shares of companies related to statistical analysis and economic fundamentals. One of the causes of business complications admitted the agency theory is the agency conflict, that is, information asymmetry between managers and owners. Corporate governance will seek to minimize complications, thus generating lower risk to minority shareholders and increasing the liquidity of the shares, then making the best stock performance in relation to who can not minimize business complications. We analyze the behavior stocks of companies that are listed in the IGC-NM compared those listed in IBOV front succession of internal and external events. By way of example, the political, the natural elements, the reasons for the decisions of central banks, and other factors that could influence the macroeconomic variables, the administrative behavior and market companies. Thus, research is quantitative, case study aims to analyze, compare and describe starting from the database supplied by Bovespa. As refers to the calculations, the monthly and annual averages were calculated actions of performances as well as the variance standard deviation and covariance. Later performed the variance test and the average test in favor of the result of analysis.

**Keywords:** IBOVESPA, Corporate Governance, New Market, Industrial Organization