Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
V Curso de Especialização em Mercado Financeiro e Investimentos

Igor de Aguiar Martins

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS E O DESEMPENHO DE SEUS ATIVOS

Brasília, DF
2018

Professora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Sérgio Antônio Andrade de Freitas
Decano de Ensino de Graduação

Professora Doutora Helena Eri Shimizu
Decana de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor Jorge Katsumi Niyama
Coordenador Geral do Programa Multi institucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professor Doutor Paulo Augusto Petenuzzo de Britto
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Doutor Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

Igor de Aguiar Martins

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS E O DESEMPENHO DE SEUS ATIVOS

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão do curso de especialização em Mercado Financeiro e Investimentos e obtenção do certificado do curso.

Orientador:
Prof. Msc.César Augusto M. Bergo

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Finanças

Brasília, DF
2018

Martins, Igor

Governança Corporativa e a relação com o valor de mercado das empresas e o desempenho de seus ativos/ Igor de Aguiar Martins -- Brasília, 2018.
Quant. p.24

Orientador(a): Prof. Msc. César Augusto M. Bergo

Trabalho de Conclusão de curso (Artigo – Pós-graduação Lato Sensu) – Universidade de Brasília, 1ºSemestre letivo de 2018.

Bibliografia.

1. Governança Corporativa 2. Mercado Acionário 3. Valor de Mercado 4. Segmentos de Listagem I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão Pública da Universidade de Brasília. II. Título.

CDD –

Igor de Aguiar Martins

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS E O DESEMPENHO DE SEUS ATIVOS

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) defendido e aprovado no Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão do curso e obtenção de certificado de Especialista em Mercado Financeiro e Investimentos, aprovado pela seguinte comissão examinadora:

Prof. Msc. César Augusto M. Bergo
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Brasília (DF), Maio de 2018.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS E O DESEMPENHO DE SEUS ATIVOS

RESUMO

Com o aumento de investimentos estrangeiros e a expansão das empresas brasileiras no mercado exterior, surgiu a necessidade de mudar a forma de interação entre as empresas e os investidores. A Governança Corporativa surge como alternativa para melhorar a relação entre os acionistas e as empresas, adotando práticas baseadas na ética, transparência e proteção aos acionistas minoritários, proporcionando, desta forma, benefícios para ambos. O objetivo deste trabalho é o de pesquisar se as companhias que adotam boas práticas de governança corporativa, ou seja, empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 1 e 2, possuem um ganho efetivo na percepção de valor de mercado de seus ativos e se possuem o desempenho superior àquelas que não adotam tais práticas. Para isto, foram levantados os valores dos índices IGC, Ibovespa e IBrX-50, entre os anos de 2001 a 2018. Em seguida, analisado e comparados o desempenho dos índices ao longo do período. Os resultados obtidos comprovam que as empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa obtiveram um desempenho superior e um aumento no seu valor de mercado.

Palavras-chaves: Governança Corporativa, Mercado Acionário, Valor de Mercado, Segmentos de Listagem.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Da boa governança à atratividade e ao desenvolvimento do mercado: um círculo virtuoso de impactos macroeconômicos. 17
Figura 2: Cotação do IGC, Ibovespa E IBrX-50 na Base 100 no Período de junho/2001 a março/2018. 20

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem.....13
Tabela 2: Variação anual do IGC, Ibovespa e IBrX-50. 20

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 9
2. REFERENCIAL TEÓRICO 10
2.1 Governança Corporativa 10
2.2 Níveis de Governança da Bovespa 10
2.2.1 Bovespa Mais 11
2.2.2 Bovespa Mais Nível 2 11
2.2.3 Nível 1 11
2.2.4 Nível 2 12
2.2.5 Novo Mercado 12
2.3 Índice de Ações Com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) 14
2.4 IBrX-50 14
2.5 Índice Bovespa (Ibovespa) 14
2.6 Vantagens da Governança Corporativa 15
3. PROCEDER METODOLÓGICO 18
4. RESULTADOS 19
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS 21
REFERÊNCIAS 23

1. INTRODUÇÃO

Ao investir seu dinheiro no mercado de capitais adquirindo participações de uma empresa qualquer, por exemplo, comprando ações, este investidor é usualmente conhecido como acionista. Dependendo da quantidade de ações adquiridas, o acionista pode ser classificado como majoritário, se possuir mais de 50% das ações ordinárias de uma sociedade por ações; ou minoritário, quando a quantidade de ações com direito a voto é insuficiente para exercer o controle da empresa.

O principal objetivo do acionista é maximizar sua riqueza. Essa maximização pode acontecer por meio da distribuição dos lucros (dividendos) ou pelo aumento do preço das ações como consequência do crescimento da companhia. Já o objetivo principal da empresa é maximizar o retorno do acionista, visando manter atratividade para os investidores.

Com a finalidade de alcançar seus objetivos, as companhias necessitam de adotar medidas que atraia investidores e proteja os seus acionistas. Dessa forma, a Governança Corporativa ganha cada vez mais relevância no mercado como alternativa para as empresas e os acionistas alcançarem seus objetivos da melhor forma.

No Brasil, algumas medidas foram implementadas para se adaptar a esta nova realidade. O aumento de investimentos estrangeiros e o avanço das empresas brasileiras no exterior ocasionaram diversas iniciativas de órgãos brasileiros, entre elas, a criação do Novo Mercado na bolsa de valores, a nova Lei das Sociedades por Ação, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e dos fundos de pensões. (Ventura, 2012)

As vantagens da governança corporativa para o mercado são várias, desde o aumento de transparência e diminuição dos riscos para os investidores como, também, propicia às empresas efetuarem uma capitalização mais justa a uma taxa de juros adequada no mercado de capitais. E justamente estas vantagens proporcionadas pelas boas práticas de governança corporativa que motivaram a elaboração deste artigo.

Este trabalho tem o intuito de pesquisar se as companhias que adotam as práticas de governança corporativa, isto é, empresas listadas nos segmentos: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2; possuem um ganho efetivo na percepção do valor de mercado de seus ativos e seus desempenhos são superiores na comparação com as empresas que não seguem tais práticas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Para o melhor entendimento do trabalho, se faz necessário a definição de alguns conceitos e termos utilizados, especificamente: governança corporativa, níveis de governança da Bovespa, Índice de ações de empresas com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), os Índice de desempenho médio dos 50 ativos mais negociados na Bolsa (IBrX-50) e o Índice Bovespa (Ibovespa).

Além das definições, serão expostos outros trabalhos científicos que reforçam a idéia principal desta pesquisa, no sentido de que empresas com governança corporativa tendem a ter uma performance de seus ativos superior à média das demais corporações.

2.1 Governança Corporativa

Entende-se como governança corporativa a atenção que é dada a forma transparente de dirigir, controlar ou administrar uma empresa e sua responsabilidade nas questões que se relacionam com a sociedade ou *stakeholders* (ASSAF NETO). Este sistema de valores ajuda a melhorar a credibilidade e seriedade do mercado de capitais financeiro.

Fundado em 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é a principal referência do Brasil na difusão das melhores práticas de Governança Corporativa. O IBGC define governança 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.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002 p. 1), governança corporativa é "o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas".

2.2 Níveis de Governança da Bovespa

Criada em março de 2017, a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão – é o resultado da combinação de atividades da BM&FBOVESPA (bolsa de valores, mercadorias e futuro) com a CETIP (empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado). Tornando-se, assim, uma das maiores empresas provedoras de infraestrutura para o mercado financeiro do mundo em valor de mercado. (BMFBOVESPA)

Atualmente, os diferentes segmentos listados na B3 são: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Todos esses segmentos diferenciam as empresas que assumem um alto padrão de compromisso com os acionistas e demais grupos de interessados (*stakholders*), prezam por regras e transparência na gestão que vão além das obrigações exigidas pela Lei das Sociedades por Ações (Leis das S.As.) as demais companhias. Tais regras diferenciadas são um atrativo para os investidores, em razão de propiciar mais direitos aos acionistas, melhora a divulgação de informações relevantes e, por conseguinte, mitigar o risco de assimetria da informação. (BMFBOVESPA)

Segundo Oliveira (2011), os diferentes níveis de governança têm como finalidade propiciar um ambiente de negociação no qual estimule o maior interesse dos investidores e uma maior valorização das empresas. As adequadas práticas de governança corporativa acarretariam uma redução da assimetria informacional e na elevação da credibilidade perante o mercado acionário, proporcionando um aumento da liquidez e valorização no preço das ações. O resultado esperado é uma redução de custo de captação e valorização da empresa.

2.2.1 Bovespa Mais

As empresas listadas no segmento Bovespa Mais possuem a característica de serem empresas de pequeno e médio porte que visam entrar no mercado de capitais de forma gradual para melhor se prepararem para os elevados padrões de governança corporativa. Sua principal vantagem é a possibilidade da empresa estar listada na Bovespa e ter um tempo de 7 anos para realizar uma oferta pública de ações e se adequar às normas para ganhar visibilidade junto aos potenciais investidores. (BMFBOVESPA)

2.2.2 Bovespa Mais Nível 2

Similar ao segmento de listagem Bovespa Mais, o segmento Bovespa Mais Nível 2 possui alguns complementos. Além de possibilitar às empresas manterem suas ações preferenciais, também asseguram aos detentores de qualquer categoria de ações os mesmo direitos assegurados aos acionistas controladores em casos de mudança de controle, isto é, possuem *tag along* de 100%. (BMFBOVESPA)

2.2.3 Nível 1

O segmento de listagem Nível 1 adota práticas que favorecem a transparência e o acesso a informações pelos investidores. Para isso, as empresas divulgam informações além das exigidas por lei. Pode-se destacar como principais características: manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado (*free float*); composição do conselho de administração por, no mínimo, três membros, com mandatos unificados de até dois anos; o acionista controlador e as pessoas vinculadas ficam obrigados a comunicar à companhia a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia de que sejam titulares direta ou indiretamente, inclusive derivativos a eles referenciados; mecanismo de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital; abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante; realização de pelo menos uma reunião pública anual com analista de mercado para apresentar a situação econômico-financeira da empresa, seus projetos e perspectivas; disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos. (BMFBOVESPA)

2.2.4 Nível 2

O segmento de listagem Nível 2 são os compromissos do Nível 1 acrescido os seguintes requisitos para a listagem nível 2: elaboração de demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle (*tag along* de 100%); ações preferenciais com direito de voto em assuntos de alta relevância corporativa; oferta pública de aquisição das ações em circulação (OPA) tomando por base o valor econômico da companhia determinado por empresas especializadas; composição do conselho de administração por, no mínimo, cinco membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandatos unificados de até dois anos; adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, à qual serão submetidos todos os conflitos. (BMFBOVESPA)

2.2.5 Novo Mercado

Considerado como o nível de governança mais alto pela B3, o Novo Mercado possui um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. Considerado como padrão de transparência e governança para as novas aberturas de capital pelos investidores, o Novo Mercado possui um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, melhora a divulgação de informações relevantes e cria estruturas de fiscalização e controle. As principais características presentes neste segmento de listagem, a saber: o capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto e *tag along* de 100%; manter percentual mínimo de ações em circulação (*free float*) de 25% ou 15%, no caso o ADTV (*average daily trading volume*) seja superior a R$25 milhões; composição do conselho de administração por, no mínimo, três membros, dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandatos unificados de até dois anos; divulgação simultânea em português e inglês de fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e comunicação de seus resultados (*press release* de

resultados); implementar área de Auditoria Interna com função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário). (BMFBOVESPA)

Tabela 1: Comparativo dos segmentos de listagem.

	Novo Mercado	**Nível 2**	**Nível 1**	**Básico**
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (*free float*)	25% ou 15%, caso o ADTV (*average daily trading volume*) seja superior a R$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e *press release* de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica	Não há regra específica
Concessão de *Tag Along*	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Obrigatória a implementação de funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativa	Facultativa	Facultativa

Fonte: Elaborado pelo autor, conforme BMFBovespa, 2018.

2.3 Índice de Ações Com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)

O IGC é um índice criado pela BOVESPA que reflete o retorno total proporcionado por uma carteira teórica de ativos com o objetivo de indicar o desempenho médio das cotações de empresas com governança corporativa diferenciada. O índice é composto por ações e *units*[1] exclusivamente de ações de companhias listadas na Bovespa, as quais, segundo os critérios da na BM&FBOVESPA, são listadas como Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. (BMFBOVESPA)

Além destes requisitos, as ações e *units* devem ter presença de 50% no período de vigência das 3 carteiras anteriores ou em seu período de listagem, se inferior, e os ativos não podem ser classificados como *Penny Stock* (ações ou *units* cotadas na casa dos centavos).

2.4 IBrX-50

O IBrX-50 é um índice criado pela BOVESPA que reflete a lucratividade representada pelo desempenho médio de uma carteira teórica com os 50 ativos de maior negociabilidade (número de negócios) e representatividade (volume financeiro) do mercado de ações brasileiro. Considerado um índice que avalia o retorno total das ações que a compõem, este índice realiza uma ponderação pelo número de ações disponíveis para negociação no mercado e se ajusta quando ocorre distribuição de proventos pelas empresas para que reflitam não só as variações de preço das ações como também o efeito dessas distribuições. Assim, empresas com maior valor de mercado, número de ações no *free float* multiplicado pela cotação do ativo, terão maior peso no índice.

2.5 Índice Bovespa (Ibovespa)

O Índice Bovespa, ou Ibovespa, é outro índice de mercado calculado pela Bovespa desde 1968. O Ibovespa foi criado pela necessidade de ter uma visão mais realista e eficiente do mercado. Diferente da Bovespa que tem a possibilidade de negociar mais de 300 empresas, no Índice Bovespa essa quantidade é reduzida para as empresas que atendam aos critérios de cálculo do índice. Seu objetivo básico é refletir o desempenho médio dos negócios a vista ocorridos nos pregões da Bovespa, ou seja, o Ibovespa é uma média do desempenho das ações negociadas na bolsa. Sua metodologia foi alterada em 2013, na qual, até então era considerada apenas a liquidez dos ativos, passou a ser realizada pelo *free float* com o índice de negociabilidade. O cálculo do índice de negociabilidade considera 1/3 da participação do número de negócios e 2/3 da participação de volume financeiro. As ações selecionadas devem representar 85% do volume negociado no mercado a vista nos últimos 12 meses e, também, apresentar um mínimo de 95% de presença nos pregões realizados nesse período. As ações classificadas como *Penny Stock* estão fora do cálculo do índice.

---

[1] Ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, como uma ação ordinária e um bônus de subscrição, por exemplo, negociados em conjunto.

A principal diferença entre o Ibovespa e o IBrX-50 é o peso que cada empresa vai ter dentro do índice. Por exemplo: se uma empresa estiver passando por problemas e com isso estiver perdendo valor de mercado, a liquidez desse papel poderá aumentar conforme os investidores vão se desfazendo dos papéis e, com isso, a ação pode ganhar maior relevância no Ibovespa. Já no IBrX-50, essa mesma ação perderia peso no índice por causa que é levado em consideração no cálculo do índice o valor de mercado das empresas.

2.6 Vantagens da Governança Corporativa

Os benefícios proporcionados pela estruturação e otimização de um sistema de governança corporativa visa consolidar um modelo de gestão com excelência, inovação e diferenciação. Esta abordagem pode reforçar um diferencial competitivo que impactaria nos resultados das empresas. (Oliveira, 2011)

O aumento da transparência e rapidez na divulgação de informações relevantes ao mercado é uma forma de proteção aos acionistas minoritários e aos futuros investidores. Para Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) a governança corporativa pode ser associada a um conjunto de mecanismos e procedimentos que visa garantir transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e proteção ao acionista minoritário. Tais medidas permitirão uma redução da assimetria da informação.

Outra vantagem é o impacto positivo no preço das ações das empresas. Segundo Vieira e Mendes (2006) empresas que adotam um grau mais elevado de governança corporativa aumentam o nível de segurança de seus acionistas e melhoram a qualidade das informações divulgadas. Em contrapartida, espera-se uma menor volatilidade no preço de suas ações e um retorno acima da média do mercado.

Na mesma linha de raciocínio, para Srour (2005) as firmas que se comprometem a proteger os seus sócios minoritários, isto é, firmas com ADR Nível 2 ou do Novo Mercado possuem maiores retornos em períodos de crises e distribuem mais lucros em forma de dividendos. Ao mesmo tempo em que melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade do seu retorno.

De forma semelhante, “em mercados com baixa proteção dos investidores minoritários e pouca transparência, os investidores aplicariam um desconto no valor das ações ofertadas pelas empresas, de forma a garantir que estariam pagando por elas um valor justo”. (Black, 2000, *apud* Silveira; Probelli e Barros, 2008)

Como consequência do aumento da transparência e proteção aos acionistas, Silveira, Probelli e Barros (2008) afirmam que a qualidade da governança corporativa nas empresas pode influenciá-las positivamente na captação de recursos externos, como na emissão de ações ou de dívida, independentemente do ambiente institucional em que estão inseridas.

Já Oliveira (2011) lista uma série de benefícios, não exaustivos, que a governança corporativa pode trazer para as empresas. Entre eles pode-se citar:

- Otimização do modelo de gestão da empresa: busca-se atingir o nível de excelência administrativa, a governança corporativa faz uma clara diferenciação entre propriedade e gestão, diferencia de forma clara e objetiva a alta administração de uma empresa e a troca de conhecimento de maneira estruturada entre todos os agentes da governança corporativa;

- Melhor interação com a comunidade, o mercado e o governo, bem como outros públicos da empresa: quando a empresa possui otimizada estruturação e atuação de sua mais alta administração, todas suas interações com seus *stakholders* se tornam mais fáceis e lógicas consolidando uma forte empatia com a empresa;

- Equidade de tratamento junto aos diversos públicos: a governança corporativa eleva a interação e transparência para os diversos públicos das empresas (clientes, fornecedores, governo, comunidade, funcionários, acionistas ou cotistas). Como resultado, uma interação mais equitativa perante os diferentes públicos, principalmente em relação ao acionista na qual a governança corporativa recomenda que cada ação corresponda a um voto;

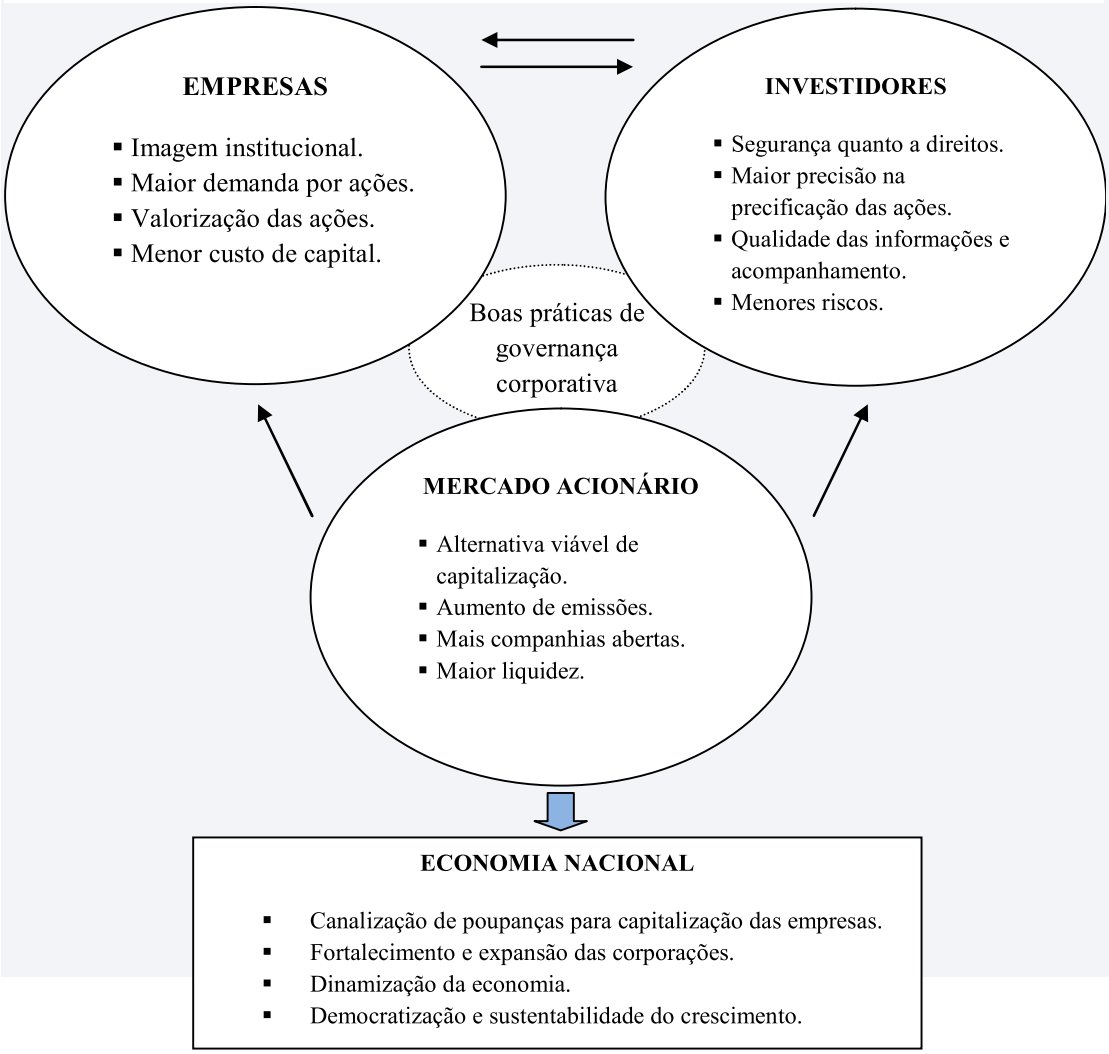
- Maior nível de atratividade no mercado: empresas podem consolidar elevados níveis de atratividade perante o mercado pelo tratamento equitativo de seus diversos públicos e maior transparência no processo de informações;

- Maior segurança na transparência de informações: resultante das considerações anteriores e que representa importante questão como resultado da implementação da governança corporativa pelas empresas;

- Consolidação de novas abordagens de atuação, incluindo as questões éticas e de responsabilidade social: resultante da consolidação da maior interação entre os diferentes públicos é natural que as questões éticas e de responsabilidade social passem a ter maior relevância pelas pessoas que tenham algum tipo de interação com a empresa, forçando as empresas consolidarem seus valores (princípios básicos e éticos da empresa).

- Efetiva extrapolação dos benefícios da governança corporativa para as empresas em geral: os benefícios vão além das empresas de capital aberto, extrapolando para toda e qualquer empresa que queira apresentar moderna administração.

Figura 1: Da boa governança à atratividade e ao desenvolvimento do mercado: um círculo virtuoso de impactos macroeconômicos.



Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.349)

3. PROCEDER METODOLÓGICO

Este trabalho tem o objetivo de analisar empiricamente a relação entre a classificação de determinadas ações de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa e seus respectivos desempenhos no que tange à percepção de valor de mercado. O universo de pesquisa envolveu o levantamento de valores das ações e *units* de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo que integram os índices Ibovespa, IBrX-50 e IGC. Para o trabalho foi adotado na seleção das companhias listadas na bolsa a mesma metodologia utilizadas pela BMF&BOVESPA no cálculo de seus índices.

Os dados foram coletados mediante o uso do provedor Economática, mediante a coleta das cotações de fechamento expressas em pontos, com variação semanal, entre os anos de 2001 até o ano de 2018. O período escolhido começa no mês de junho de 2001, por ser o ano que surge o IGC, e vai até o mês de março de 2018, data da coleta. Com base nestes dados foi elaborado um gráfico, na base 100, com a finalidade de tornar mais eficiente à comparação da evolução dos respectivos índices ao longo do tempo.

Os dados coletados também serviram de base para a elaboração de uma tabela com as variações anuais dos índices para realizar a comparação de volatilidade das empresas com melhores práticas de governança com aquelas que não adotam tais práticas. O cálculo realizado foi a variação medida em porcentagem de um ano para o outro, mostrando se houve um crescimento ou encolhimento no desempenho dos índices.

4. RESULTADOS

Os resultados obtidos corroboram a percepção de que as empresas com governança corporativa possuem, de fato, uma vantagem comparativa em relação àquelas que não seguem tais parâmetros, refletindo um desempenho positivo no desempenho de suas ações negociadas em bolsa.

Conforme mencionado na seção 3, a Figura 1 apresenta um gráfico com a evolução das cotações semanais entre os anos de 2001 a 2018 dos índices de governança (IGC), de mercado (Ibovespa) e o índice dos 50 ativos com maior negociabilidade no mercado de ações brasileiro (IBrX-50). A preferência de usar o IBrX-50 no lugar do IBrX-100 se dá pelo fato de possuir menos empresas em comum com o IGC, tornando-o menos parecido percentualmente e, deste modo, diferenciado no gráfico.

Figura 2: Cotação do IGC, Ibovespa E IBrX-50 na Base 100 no Período de junho/2001 a março/2018.

Fonte: Economática (cotação de fechamento).

O índice IGC em linha azul mostra que ao longo dos anos o índice superou o benchmark Ibovespa (linha vermelha), que é o mais comumente usado como referência tanto pelo mercado financeiro como no meio acadêmico, e o IBrX-50 (linha preta). Essa superioridade continua ao passar dos anos mostrando que os resultados são visíveis tanto no curto prazo quanto no longo prazo.

Os dados da tabela 1 demonstram as cotações de cada índice, expressas em pontos, ao final do ano e suas respectivas variações, sendo possível acompanhar suas evoluções ao longo de todo o período. Destaque para os altos valores apresentados pelo IGC, com um crescimento de 1.125,9% em relação a 2001 a 2018. Já para o Ibovespa, no mesmo período, obteve uma valorização de 521,3% e o IBrX-50 de 854,6%. Comparando o desempenho do IGC com o Ibovespa e o IBrX-50, observamos um desempenho maior, chegando a 53,7% superior ao Ibovespa e 24,1% superior ao IBrX-50.

Vale destacar que durante 2001 a 2018 o país passou por algumas crises, como a do *subprime* a partir de 2007 e a crise econômica do Brasil (provocada por baixa atividade econômica, elevados índices de desemprego e desequilíbrio das contas públicas) a partir de

2014. E mesmo diante destas crises, o IGC foi o índice que menos variou negativamente durante esses períodos. Tal resultado pode ser explicado pelo fato de empresas que adotam boas práticas de governança e, em decorrência a isto, diminuem a assimetria informacional, tornando-se mais transparentes, faz com que seus acionistas conheçam melhor a realidade da empresa, tornando-lhes mais seguros com seus investimentos e evitando transações desnecessárias.

Tabela 2: Variação anual do IGC, Ibovespa e IBrX-50.

Ano	IGC	%	Ibovespa	%	IBrX-50	%
2001	1010,00		13577,00		1483,67	
2002	1026,00	1,6%	11268,00	-17,01%	1565,28	5,5%
2003	1845,00	79,8%	22236,00	97,34%	2757,00	76,1%
2004	2545,00	37,9%	26196,00	17,81%	3493,00	26,7%
2005	3658,00	43,7%	33455,00	27,71%	4823,00	38,1%
2006	5169,00	41,3%	44473,00	32,93%	6450,00	33,7%
2007	6800,00	31,6%	63886,00	43,65%	9754,00	51,2%
2008	3697,00	-45,6%	37550,00	-41,22%	5546,00	-43,1%
2009	6779,00	83,4%	68588,00	82,66%	9562,00	72,4%
2010	7629,00	12,5%	69304,00	1,04%	9634,00	0,8%
2011	6679,00	-12,5%	56754,00	-18,11%	8279,00	-14,1%
2012	7950,00	19,0%	60952,00	7,40%	9096,00	9,9%
2013	7788,00	-2,0%	51507,00	-15,50%	8695,00	-4,4%
2014	7968,00	2,3%	50007,00	-2,91%	8465,00	-2,6%
2015	7014,00	-12,0%	43349,00	-13,31%	7357,00	-13,1%
2016	9042,00	28,9%	60227,00	38,94%	10066,00	36,8%
2017	11746,98	29,9%	76402,08	26,86%	12765,46	26,8%
2018	12382,05	5,4%	84359,69	10,42%	14163,40	11,0%
Total:		1125,9%		521,34%		854,6%

Fonte: Elaborado pelo autor, dados Economática.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No século 21, observamos diversas transformações nos paradigmas corporativos que vêm produzindo alterações profundas na forma de relacionamento das organizações, bem como o tratamento de questões econômicas, políticas e sociais. O grau de esclarecimento dos investidores é cada vez maior, tornando-os mais conscientes e exigentes. Assim, vem-se verificando a convergência dos interesses das organizações e dos investidores na busca de ganhos mútuos e, sobretudo, no alcance de medidas que propiciem a sustentabilidade para os negócios.

Nesse contexto, o papel da organização, seja qual for o seu ramo de atuação, deixou de ser apenas a de produtora de riquezas, prestadora de serviços, empregadora de mão de obra ou geradora de tributos e divisas. Não basta apenas um bom produto, bom preço, usar tecnologia de ponta e atender bem para garantir confiança e credibilidade da sociedade. O emprego de um conjunto de iniciativas em que se objetive a inserção de dimensões de natureza ética e transparente na sua rede de relacionamento e interações contribui para um relacionamento consistente entre organização e acionistas com benefícios mútuos.

Considerando que o objetivo principal da governança corporativa é a melhoria do desempenho organizacional, pode-se verificar que se trata de estratégias de longo prazo e visam à sustentabilidade do negócio e devem, portanto, estar enraizadas na cultura organizacional. Assim, a transparência e a prestação de contas das atividades empresariais contribuem para o fortalecimento da imagem da organização.

À vista disso, o Conselho de Administração é um importante órgão colegiado encarregado de ser o elo entre os sócios e a diretoria, responsável por orientar e supervisionar continuamente a relação da gestão com as demais partes interessadas. Assim sendo, o principal órgão do sistema de Governança.

Desta forma, o objetivo deste trabalho foi verificar se a adoção das boas práticas de governança corporativa efetivamente representa diferenciais competitivos para as empresas gerando um ganho efetivo para o acionista mediante a valorização superior de seus ativos e na comparação com os ativos de empresas que não seguem tais práticas. Entendem-se como boas práticas a adesão das firmas aos segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Segmentos que visam principalmente à proteção do acionista minoritário, equidade de tratamento entre os diferentes públicos e o aumento da transparência na transmissão de informações. Processos adotados por companhias que objetivam retornos expressivos, visando resultado, conforme afirma Silveira (2004), a adoção de melhores práticas de governança tende a ser bem vista pelo mercado e acaba influenciando no desempenho da empresa, tendendo a refletir no valor das empresas.

Com base nestas informações, temos que os dados coletados comprovam o objetivo mencionado, ou seja, há uma relação positiva entre a adoção das boas práticas de governança corporativa e o ganho na percepção do valor de mercado da empresa, mediante a superior valorização de seus títulos negociados no mercado bursátil. A análise comparativa entre empresas brasileiras de capital aberto, por nós empreendida, comprova a questão. Um gráfico, na base 100, com o índice IGC, representado pelas empresas com governança corporativa, obteve o melhor desempenho ao longo dos anos em relação aos índices Ibovespa e IBrX-50, que não possuem associação com o nível de governança. Também foi apresentada uma tabela,

na qual é possível observa as variações de cada índice numericamente. E novamente o IGC foi superior no desempenho de seus ativos, expondo uma valorização de mais de 53% em relação ao Ibovespa e de 24% em relação ao IBrX-50. Este resultado confirma que as companhias que empregam as boas práticas de governança corporativa possuem um ganho na percepção do valor de mercado com desempenho superior na comparação com as empresas que não seguem tais práticas.

Em um futuro trabalho, pode-se averiguar sobre a efetividade da Governança Corporativa, como também, se existe uma diferença na percepção de valor de mercado dentro do grupo de empresas com governança corporativa, se empresas com maiores níveis de governança, Novo Mercado, são mais valorizadas que as de Nível 2 e Nível 1.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa:** Fundamentos, Desenvolvimentos e Tendências. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. Riscos das Instituições Financeiras: Governança Corporativa. In: ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro.** 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011. Cap. 8. p. 141-142.

BM&FBovespa. **Índice Brasil.** 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50.htm>. Acesso em: 02 abr. 2018.

BM&FBovespa. **Índice de Governança Corporativa Diferenciada.** 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm>. Acesso em: 02 abr. 2018.

BM&FBovespa. **Segmentos de listagem.** 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 29 mar. 2018.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Junho/2002. Disponível em:< http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 29 Mar. 2018.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 4. Ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 03 Abr. 2018.

IBGC. **Governança Corporativa.** 2018. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>. Acesso em: 02 Abr. 2018.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil**. Dissertação de Doutorado - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SIRQUEIRA, Aieda Batistela de; KALATZIS, Aquiles Elie Guimarães; TOLEDO, Franklina Maria Bragion de. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. **Revista Economia**, Brasília, v. 7, n. 3, p.521-544, set. 2007. Disponível em: <https://anpec.org.br/revista/vol8/vol8n3p521_544.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2018.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.59, n.4, p.635-674, Oct./Dec. 2005.

VENTURA, Ana Flávia Albuquerque; SANTOS, Valterlin da Silva; VENTURA JÚNIOR, Raul; FIRMINO, Rafaelle Gomes. A Relação dos Níveis de Governança Corporativa e Índices de Rentabilidade Econômica. **REUNA**, v.17, n.3, p.73-84, Jul/Set. 2012, Belo Horizonte, Minas Gerais.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p.103-122, dez. 2004. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2018.