

UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE – UFCG
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS – CCJS
CURSO DE BACHAREL EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

WILIEL FLORENCIO

**ESTUDO COMPARATIVO DOS DESEMPENHOS DAS AÇÕES DE EMPRESAS
DO SETOR COMERCIAL ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

SOUSA
2018

WILIEL FLORENCIO

**ESTUDO COMPARATIVO DOS DESEMPENHOS DAS AÇÕES DE EMPRESAS
DO SETOR COMERCIAL ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Monografia apresentado ao curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da Universidade Federal de Campina Grande – Sousa, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador(a): Prof. Me. Raul Ventura Júnior

**SOUSA
2018**

DECLARAÇÃO DE AUTENTICIDADE

Por este termo, eu, abaixo assinado, assumo a responsabilidade de autoria do conteúdo do referido Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado: **“ESTUDO COMPARATIVO DOS DESEMPENHOS DAS AÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR COMERCIAL ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA”**, estando ciente das sanções legais previstas referentes ao plágio. Portanto, ficam, a instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, pela veracidade e originalidade desta obra.

Sousa/PB, 15 de março de 2018.

Wiliel Florencio

WILIEL FLORENCIO

ESTUDO COMPARATIVO DOS DESEMPENHOS DAS AÇÕES DE EMPRESAS DO
SETOR COMERCIAL ENTRE OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada na forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do Curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Sociais da Universidade Federal de Campina Grande- PB, Campus Sousa.

Monografia aprovada em: 15 de março de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Professor Mestre Raul Ventura Júnior

Flávio Lemenhe

Hipônio Fortes Guilherme

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais e minha noiva, que com muito carinho, incentivo e apoio constantes, não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa de minha vida, pelos ensinamentos que me fizeram crescer como ser humano, e pela confiança e amor que sempre me proporcionaram.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que nos concede o privilégio de acordarmos todos os dias para vivermos e desfrutarmos o melhor desta terra. Pois Ele me fortalece na caminhada da vida, levanta-me quando caio e leva-me em seu colo quando não consigo andar.

Aos meus pais Francisco Lucimar e Maria Célia, por todo amor e confiança depositados em mim, pelo discernimento que sempre mostram que a educação é a maior fonte de riqueza que os pais podem fornecer aos filhos, pois é algo que nem o tempo conseguiria acabar e que ninguém poderá roubar. Os senhores foram e serão, portanto essenciais em todas as minhas conquistas.

À minha noiva e futuramente esposa Karol Dantas, pelo amor, apoio, confiança, companheirismo e incentivo em tudo que faço. A pessoa na qual me inspiro para tentar ser a cada dia que passa uma pessoa melhor.

Aos meus irmãos Wilismar e Ana Jessica pelo companheirismo, confiança, apoio e alegria que me proporcionam sempre.

À minha avó Luiza e meu avô Joaquim, pelo exemplo de força, fé e perseverança e pelo incentivo nos meus estudos.

Às minhas tias, tios, sobrinhas, primos e primas, pelo apoio, confiança e incentivo nos meus estudos e na minha vida.

Ao meu professor orientador Me. Raul Ventura Júnior por toda a dedicação e esforços empreendidos na busca de transmitir conhecimentos, pela sua grande disponibilidade e atenção para comigo, pela sua competência e, sobretudo pela simplicidade e paciência com que conduziu todo este trabalho.

Agradeço também a todos os professores que fazem e fizeram parte desta instituição que me acompanharam, ao longo desses nove períodos, dando suporte e conhecimentos para minha vida profissional.

A todos os amigos e companheiros de turma que formei neste período acadêmico, por todas as contribuições e aprendizados juntos, vocês foram e serão muito importantes à formação do meu conhecimento.

Aos funcionários e colaboradores desta instituição, que deram a cada dia a sua parcela de contribuição, agradeço pela atenção, respeito e gentileza o qual fui tratado.

Aos meus amigos e irmãos na amizade que sempre fizeram presentes em minha vida e vão continuar presentes com certeza.

“Pessoas normais produzem resultados normais. Pessoas diferentes produzem Resultados Extraordinários”. (José Roberto Marques)

RESUMO

Ao longo dos anos, acompanhados de várias dificuldades no mercado financeiro nacional, entre elas a falta de proteção dos acionistas, por meio da existência de um conjunto de leis e regras de mercado claras, a BOVESPA lançou em dezembro de 2000, os segmentos especiais de listagem de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das empresas através da adoção de rígidas regras de governança corporativa. Nesse sentido, esta pesquisa tem como objetivo analisar o desempenho comparativo entre as ações de empresas do setor comercial listadas pela B3 com os diferentes segmentos de governança. A amostra ficou composta por 12 empresas que mantiveram ações negociadas na B3 no período de janeiro de 2015 a dezembro de 2017. A proposta metodológica tem caráter descritivo e abordagem quantitativa utilizada no processo de tratamento e análise dos resultados. Para atingir o objetivo, as empresas foram agrupadas em dois tipos de mercado: Novo Mercado (Nível mais elevado de governança corporativa) e outros (Níveis inferiores ao novo mercado), e analisado as medidas de desempenho largamente utilizadas no mercado (Retorno, medido através de ganhos ou perdas de capital; *Dividend Yield*; Risco, medido pelo desvio padrão; Tracking Risk; Beta; Índice de *Treynor*, Índice de Sharpe e o *Information Ratio*). Os resultados apontam que em média as empresas classificadas no setor de comércio com nível mais elevado de governança corporativa apresentam desempenho das ações superiores àquelas que estão classificadas em níveis inferiores, fruto provavelmente da maior transparência das informações prestadas, tratamento igualitário dos investidores e medidas de fiscalização dos agentes exigida no Novo Mercado.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa. Desempenho. Setor Comercial.

ABSTRACT

Over the years, accompanied by several difficulties in the national financial market, including the lack of protection of shareholders, through the existence of a set of clear laws and market rules, BOVESPA launched in December 2000, corporate governance listing – Level 1, Level 2 and New Market – with the objective of providing a trading environment that simultaneously stimulates the interest of investors and the valuation of companies through the adoption of strict rules of corporate governance. In this sense, this research has as objective to analyze the comparative performance between the actions of companies of the commercial sector listed by B3 with the different segments of governance. The sample consisted of 12 companies that held shares traded in B3 from January 2015 to December 2017. The methodological proposal has a descriptive character and a quantitative approach used in the process of treatment and analysis of the results. In order to reach the objective, the companies were grouped into two types of market: New Market (Higher level corporate governance) and others (Lower levels to the new market), and analyzed the wide performance measures used in the market (Return, measured by Dividend Yield, Risk, measured by standard deviation, Tracking Risk, Beta, Treynor Index, Sharpe Index and Information Ratio). The results indicate that, on average, companies classified in the commerce sector with the highest level of corporate governance present performance of shares higher than those classified at lower levels, mungkin karena transparansi yang lebih besar dari informasi yang diberikan, perlakuan yang sama terhadap investor dan langkah-langkah pengawasan agen yang diperlukan di Novo Mercado.

Key Words: Corporate Governance. Performance. Commercial Sector.

LISTAS DE FIGURAS

Figura 1 – A governança corporativa e os conflitos de interesse.	26
Figura 2 – A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais.....	30
Figura 3 – Comparação entre retorno de dois investimentos.	41

LISTAS DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Resultados dos índices betas das amostras.....	59
Gráfico 2 – Resultados dos índices de <i>Information Ratio</i> da amostra.	63

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Modelos de governança corporativa: uma síntese comparativa	32
Quadro 2 – Comparativo dos segmentos de listagem.....	37
Quadro 3 – Empresas listadas no setor de comércio da B3.....	50
Quadro 4 – Empresas do setor comercial com ações negociadas na bolsa entre 2015 a 2017	51
Quadro 5 – Amostra da pesquisa.....	53

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Teste de <i>outlier</i> no índice de retorno da amostra	52
Tabela 2 – Variáveis de retorno	54
Tabela 3 – Variáveis de risco	56
Tabela 4 – Índices de desempenho de retorno ajustado ao risco e quantidade de ações negociadas	60
Tabela 5 – Síntese comparativa do desempenho de duas empresas	61
Tabela 6 – Índices de desempenho <i>Information Ratio</i>	64

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Dy	Dividend Yield
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
IBOBESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IR	Information Ratio
IS	Índice de Sharpe
IT	Índice de Treynor
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NM	Novo Mercado
ONs	Ações Ordinárias
PIB	Produto Interno Bruto
S.A.	Sociedades Anônimas
TR	Traching Risk

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 Problemática	20
1.2 Objetivos	21
1.2.1 Objetivo geral	21
1.2.2 Objetivos específicos	21
1.3 Justificativa	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1 Teoria da agência	24
2.2 Governança corporativa	27
2.2.1 Governança corporativa no mundo.....	31
2.2.2 Governança corporativa no Brasil.....	34
2.3 Desempenhos das ações	38
2.3.1 Taxa de Retorno.....	39
2.3.2 Dividend Yield.....	40
2.3.3 Desvio padrão	41
2.3.4 Beta	42
2.3.5 Traching Risk.....	43
2.3.6 Índice de Treynor	43
2.3.7 Índice de Sharpe	44
2.3.8 Índice de information Ratio	44
2.4 Trabalhos anteriores e construção da hipótese	45
3 METODOLOGIA	47
3.1 Tipo de pesquisa	47
3.1.1 Quanto aos objetivos.....	47
3.1.2 Quanto aos procedimentos e as fontes de informação.....	47
3.1.3 Quanto à abordagem	48
3.2 Definição do universo da pesquisa e da amostra	48
3.3 Coleta dos dados	49
3.4 Tratamento e interpretação dos dados	51

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	54
4.1 Retorno.....	54
4.2 Risco.....	56
4.3 Retorno ajustado ao risco.....	60
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
REFERÊNCIAS.....	68

1 INTRODUÇÃO

Com a globalização e o surgimento da economia capitalista, as fontes de recursos de terceiros tornaram-se essenciais para o crescimento econômico-financeiro das organizações, contribuindo com o aumento na capacidade produtiva, melhorando a saúde financeira, e auxiliando na implementação de novos projetos. Com o progresso dessas entidades, a economia nacional se beneficia, pois, gera mais riquezas, emprego e renda, aumenta o consumo, arrecada mais impostos, e, conseqüentemente, contribui para a melhora da qualidade de vida das pessoas.

Segundo Silveira (2002) no início do século XX, o desenvolvimento dos mercados de capitais, forneceu parte significativa do financiamento necessário para a maximização das organizações privadas, proporcionando um ambiente para o surgimento da chamada “grande corporação moderna”, na qual as corporações não são excepcionalmente administradas por seus proprietários ou fundadores, mas também por administradores profissionalizados.

A dispersão do capital e separação entre propriedade e controle que ocorreu como consequência da pulverização do controle acionário, onde os investidores não participam diretamente da gestão das organizações, ocasionaram o problema de agência. O problema de agência pode ocorrer quando os gestores deixam de agir sempre no melhor interesse do principal (razão pela qual os gestores são contratados) e passa a gerir em interesses próprios. Outra possibilidade pode existir quando acionistas majoritários, por deterem o controle da organização, tomam decisões que venham a favorece-los em detrimento aos acionistas minoritários.

Corroborando com essas ideias, Souza et al. (2015) evidenciam que as disponibilidades de fontes de recursos de financiamento por parte dos investidores dependem essencialmente da confiança no empreendimento investido, pois é fundamental que esses empreendimentos possam prover frutos para os investidores.

Ao longo dos anos, a fim de fomentar o mercado financeiro, que é bastante complexo e de fundamental importância para o desenvolvimento nacional, houve diversas mudanças nas regras para a proteção dos acionistas, por meio da existência de um conjunto de leis e regras de mercado claras, para assim tentar atrair investidores.

Procurando minimizar problemas de agência e prestar informações mais transparentes aos investidores, as organizações estão adotando práticas de governança corporativa, tendo

como intuito harmonizar a relação entre os acionistas e acionistas/gestores, minimizando os prejuízos causados pelos chamados conflitos de agência e garantir maior segurança dos investimentos aos *stakeholders*.

Segundo Ferreira et al. (2013), a governança corporativa é composta por conjuntos de mecanismos internos e externos à organização, que possuem a finalidade de conciliar as ações dos gestores e os interesses dos acionistas, de forma a mitigar ou dissuadir possíveis conflitos. Com isso, possibilita-se maior segurança aos investidores auferirem para si o retorno sobre seus investimentos realizados, pois os riscos de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados, são minimizados através de um conjunto de mecanismo internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos acionistas.

De acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) a Governança Corporativa (GC) institui-se em um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que regem a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada. Esses conjuntos de boas práticas de governança auferem uma maior confiança para as partes interessadas (investidores, acionistas, fornecedores, colaboradores e etc.) perante aos gestores de uma empresa, pois, segundo Andrade e Rossetti (2006), as boas práticas de governança abrangem quatro princípios básicos, que estabelecem critérios essenciais na conduta ética: Transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (*sustainability*).

A transparência na divulgação obriga as instituições disponibilizarem todas as informações sobre o desempenho financeiro ou de outras informações que possam impactar os resultados da firma, ajudando a reduzir a assimetria informacional entre investidores e empresas, minimizando as incertezas atreladas ao negócio e, por conseguinte, a percepção em relação ao risco da empresa. Essa transparência tenderá a diminuir os custos de capital, uma vez que os credores terão maior confiabilidade nos dados da organização e os acionistas estarão dispostos a investir, se as informações representarem a situação fidedigna da empresa (VIEIRA; MENDES, 2006).

Com o intuito de gerar uma competitividade que estimulasse uma maior ascensão do nível de governança corporativa e valorizasse as empresas que aderissem aos padrões diferenciados, a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), antes denominada de BOVESPA (Bolsa de Valores De São Paulo), criou em meados dos anos 2000, os níveis diferenciados de Governança Corporativa, com o escopo principal de desenvolver normas específicas e rígidas para empresas que optam por adotar padrões elevados de compromisso com os

acionistas e demais grupos de interesses. Esses níveis diferenciados, são divididos em três, conforme as exigências impostas, sendo eles: Nível 1 (N1), com menor grau de exigência; nível 2 (N2); e novo mercado (NM), com maior grau de exigência. Todos os níveis são de adesão voluntária por parte das companhias listadas na B3 (GEOCZE,2010).

Segundo Clemente et al. (2014) e Oliveira (2006), a expectativa é que ao aderir a um nível de Governança Corporativa as empresas, através de uma maior transparência nas informações prestadas aos seus investidores, alcancem um melhor conceito junto às partes interessadas, almejando aumentar a liquidez e valorizar os preços das ações.

1.1 Problemática

Na economia capitalista, os países que vivem o processo de desenvolvimento econômico, buscam a partir da abertura da sua economia obter financiamentos para assim desenvolver determinados setores. O desenvolvimento dos mercados de capitais possui um papel fundamental na captação de recursos que contribui para o progresso do país, a geração de novos empregos e o crescimento das empresas privadas, propiciando um ambiente para o surgimento da chamada “grande corporação moderna”, onde as empresas deixam de ser gerenciadas essencialmente pelos proprietários ou grupos familiares.

Sabendo da importância de captar novos recursos, e como forma de atrair investidores pela diferenciação nas divulgações de informações transparentes, fidedignas e relevantes aos acionistas, e buscam harmonizar as relações entre acionistas e gestores, as companhias agregam a governança corporativa à sua cultura organizacional. Com isso, elas buscam o reconhecimento do mercado e novas formas de gestão que resultem em melhores resultados.

Baseado nessa discussão, pesquisas tem sido realizadas a fim de identificar se os desempenhos dos ativos estão relacionados à adoção aos níveis de GC (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004; COSTA; CAMARGOS, 2006; VIEIRA; MENDES, 2006; FUENZALIDA et al., 2013; CLEMENTE et al., 2014; FRANCISCO; SANTOS, 2014; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2016), sendo que a maioria dos resultados não confirmam que exista uma relação direta e significativa entre governança corporativa e o desempenho das ações.

No entanto, conforme evidenciado por Silva *et al.* (2016), ao analisar o desempenho das ações das empresas que congregam o setor bancário e industrial da BM&FBOVESPA, pode

se observar que existe uma relação de melhor desempenho do risco versus retorno das empresas que aderiram a práticas diferenciadas de GC, frente às que não adotaram.

Ainda, é importante frisar que os diferentes setores de atividades econômicas apresentam públicos de interesse com diferença de ‘aprendizado’ ou seja, o nível de conhecimento de investidores e demais partes interessadas é diferente entre os setores da economia e as informações divulgadas pelas empresas podem influenciar as decisões dos investidores na composição das suas carteiras diante das alterações nas dinâmicas de mercado, fazendo com que os *stakeholders* possam utilizar as informações divulgadas pelas companhias para tomar decisão que venham a maximizar os resultados (FRANCISCO; SANTOS, 2014; SOUZA et al., 2015; SILVA et al., 2016).

Neste contexto, a questão que motivou essa pesquisa foi: **qual o desempenho comparativo entre as ações de empresas do setor comercial listadas pela B3 com os diferentes segmentos de governança?**

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

A pesquisa pretende analisar o desempenho comparativo entre as ações de empresas do setor comercial listadas pela B3 com os diferentes segmentos de governança.

1.2.2 Objetivos específicos

- Identificar as empresas listadas na B3 que compõe o setor de comércio;
- Verificar a classificação das empresas da amostra de acordo com os níveis diferenciados de governança corporativa listados no site da B3;
- Observar os principais índices de desempenho “risco e retorno” das empresas do setor comercial listadas na B3.

1.3 Justificativa

O presente trabalho se mostra relevante porque a governança corporativa é uma ampla área de pesquisa envolvendo contabilidade, finanças, economia e direito, que vem ganhando

cada vez mais destaque no âmbito acadêmico e corporativo, devido sua importância e a essencialidade no desenvolvimento do mercado de capitais, que, por sua vez, contribui para um maior desenvolvimento econômico dos países e das organizações.

A governança corporativa se desenvolveu consideravelmente nos últimos anos, tendo várias iniciativas, por parte dos setores público e privado, para o crescimento e aperfeiçoamento da mesma, entre as quais no Brasil podemos citar: A criação do atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, a Nova Lei das S.A., as recomendações da CVM e a criação dos segmentos diferenciados de listagem.

As evidências de escândalos corporativos ocorridos com algumas organizações norte-americanas em 2002 e com algumas companhias europeias em 2003 também influenciaram para reforçar que a governança corporativa possa ser considerada um dos principais focos das discussões sobre alta gestão na atualidade.

Composta por um conjunto de práticas, a governança corporativa almeja uma relação harmoniosa entre os acionistas e acionistas/gestores, buscando minimizar os conflitos de interesse existentes entre os mesmos. Dessa forma, se estabelece uma Relação de Agência, na qual os gestores devem agir e tomar decisões voltadas para a maximização do empreendimento e o retorno sobre o investimento, aumentando assim a confiabilidade dos *stakeholders* e minimizando os riscos e a assimetria informacional atrelado ao investimento.

Nesse cenário, o desenvolvimento desta pesquisa é justificável e importante para o mercado, já que sua relevância está em encontrar informações no ambiente brasileiro e transformá-las em conhecimentos sobre o impacto que os mecanismos de governança podem ter no comportamento das ações. Sob os pontos de vista prático e social, estes conhecimentos podem interessar a acionistas, gestores, e outros indivíduos que demandem informações relacionadas a aspectos que envolvam a maximização de investimentos e/ou que busquem apoio à tomada de decisão.

Outro fator que demonstra a relevância deste trabalho é que os estudos realizados que tratam do assunto (AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004; COSTA; CAMARGOS, 2006; VIEIRA; MENDES, 2006; FUENZALIDA et al., 2013; FRANCISCO; SANTOS, 2014; SOUZA et al., 2015; SILVA et al., 2016) apresentam resultados mistos, mostrando que nem sempre a prática reflete a teoria aplicada nos conceitos clássicos que as empresas com maiores práticas de GC tendem a apresentar melhores desempenhos. Diante desse contexto torna-se necessário realizar mais investigações para aprofundar-se no assunto.

O presente trabalho também se mostra relevante para a área acadêmica por apresentar um escopo diferenciado da maioria das pesquisas já existentes, pois aborda um estudo comparativo com os diferenciados níveis de governança corporativa e os desempenhos das ações das empresas do setor de comércio, setor esse que ainda não foi abordado em outros trabalhos, que representa uma boa parcela do PIB do país, além de estarem entre os principais setores agregados da B3 e por existirem poucos estudos com essa metodologia setorial.

Ainda conforme a área acadêmica, os resultados da pesquisa e o método adotado podem servir como referência para outras pesquisas que, porventura, visem investigar as influências da GC. A coleta dos dados referentes ao nível de governança de cada empresa pode ser utilizada em outros trabalhos, para analisar a relação entre a governança corporativa e os indicadores econômico-financeiros das empresas, de acordo com a necessidade do pesquisador, bem como fazer comparações entre os achados dessas pesquisas com outros setores.

Diante desse contexto, ao se analisar as comparações entre os desempenhos das ações (relação risco – retorno) das empresas listadas no setor de comércio da B3 com maiores níveis de governança corporativa, frente às classificadas em níveis inferiores, esse trabalho se torna justificável no âmbito acadêmico e corporativo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da agência

Na medida em que as organizações se desenvolvem no mercado, é comum que essas passem a serem administradas não somente pelos seus proprietários, grupos familiares ou por pessoas cujos vínculos pessoais com o proprietário ultrapassam o ambiente organizacional, mas, também, por gestores (agentes) que recebem dos proprietários (acionistas) poderes para gerir os negócios. Ainda, com a pulverização do capital, as ações das empresas passam a pertencer a dois tipos de acionistas: os acionistas majoritários, os quais detêm o controle da empresa, por possuírem maiores quantidades de ações; e os acionistas minoritários, que são aqueles que não possuem o controle da companhia.

Tanto a concentração de capital em poucos grandes acionistas, como também a delegação de poderes aos gestores (agentes), podem ocasionar o surgimento de um problema de agência denominada assimetria informacional. Segundo Akerlof (1970) os principais problemas originados pela assimetria informacional são a seleção adversa e o risco moral. A seleção adversa surge quando uma parte detém melhores informações do que a outra parte, de forma que tais informações são inobserváveis ou dispendiosas para se obter por esta última. Já o risco moral, relaciona-se com as ações ocultas, e refere-se a situações em que um lado do mercado não pode observar as ações do outro lado.

Em decorrência desta separação entre propriedade e controle, surge o relacionamento de agência, que é o relacionamento entre proprietários (acionistas) e gestores (agentes). Para Jensen e Meckling (1976) o relacionamento de agência estabelece um sistema de compensação, quando uma ou mais pessoas (principais), através de um contrato, nomeiam outras (agentes) a agirem conforme os interesses daquelas, desempenhando decisões em seus nomes.

Nesse novo cenário de dispersão da estrutura de propriedade e controle das empresas, segue um novo problema de agência, denominado conflito de agência, que consiste na probabilidade de os administradores (agentes) colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa, ou seja, quando o comportamento dos gestores deixa de estar alinhado à maximização da riqueza dos acionistas e passa a estar alinhado aos seus próprios interesses.

Segundo Abrantes (2014), os problemas de agência originam-se de duas situações distintas: a) pelas atitudes oportunistas, nas quais os agentes tomam decisões, visando a maximização de seus próprios interesses e não a riqueza dos acionistas; b) pelas

informações assimétricas dos acionistas, quando os acionistas majoritários, por deterem o controle sobre a empresa, utilizam-se de informações privilegiadas e tomam decisões visando a maximização de seus próprios interesses, desconsiderando os interesses dos acionistas minoritários. Dessa forma, os conflitos de agência ocorrem entre acionistas e administradores; e acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Na teoria da agência a organização é composta por uma rede de contratos, explícitos e implícitos, que devem estabelecer e regular as funções, direitos e deveres de todos os participantes interessados na empresa (SILVA, 2006). Essa teoria prevê a solução dos conflitos de agência por meio de contratos, onde esses estabelecem as relações entre todos os integrantes da organização. Contudo, diante das transformações e incertezas que ocorrem diariamente no mundo empresarial, é impossível prever todas as circunstâncias que podem ocorrer, acarretando a inexistência do contrato completo, que irá abranger todas as situações.

Para tentar reduzir os conflitos de agência, os acionistas podem limitar as divergências de interesses por meio do monitoramento das atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Porém estas implantações de sistemas, técnicas de monitoramento e incentivos geram custos para a organização. Desta forma, os principais (acionistas) incorrem em custos para alinhar os interesses dos agentes aos seus, que são denominados custos de agência (SILVEIRA, 2004; ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Segundo Jensen e Meckling (1976) entre os custos de agência estão: Custo para criar e estruturar contratos entre o acionista e o agente; Custo com monitoramento das atividades dos gestores pelos acionistas; Gastos oriundos dos gestores para mostrar ao principal que seus atos estão alinhados ao interesse da maximização da riqueza da organização; Perdas residuais, decorrentes da redução da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Na relação entre agente e principal, os custos de agência do tipo “perda residual” se manifestam decorrentes das tomadas de decisões efetuadas pelos gestores que não maximizam a riqueza dos acionistas, havendo o intuito de gerar benefício para o próprio gestor. O problema de agência, com exemplo de tais decisões não minimizadoras, é apresentado na ilustração a seguir:

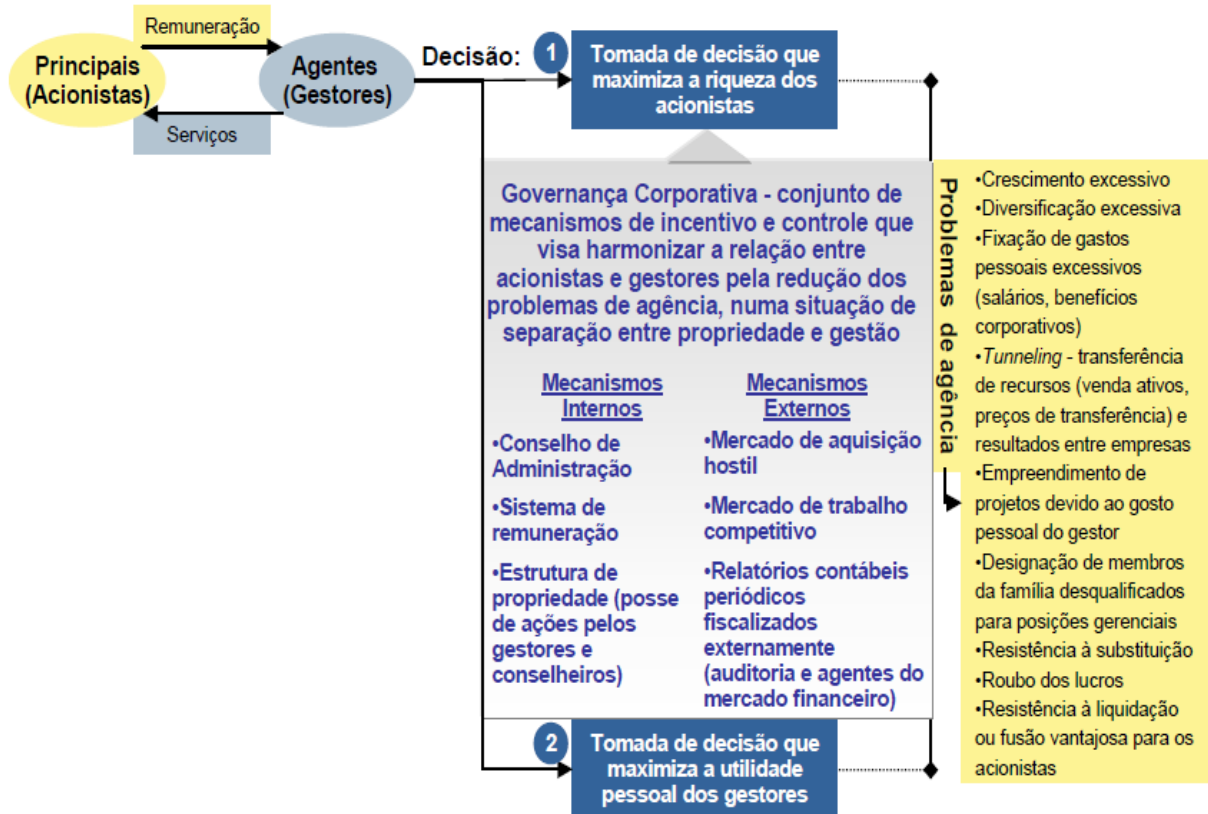


Figura 1- A governança corporativa e os conflitos de interesse.

Fonte: Silveira (2002).

Conforme observado na figura 1, os detentores de capital tiveram a necessidade de um agente para realizar a gestão das companhias, para isso, o agente é remunerado pelos acionistas em troca dos seus serviços de gestão. Os acionistas, ao contratar o gestor para gerir a organização, esperam que ele tome decisões que venham maximizar a riqueza dos principais (tomada de decisão tipo 1). Porém, observa-se que muitas vezes os agentes tomam decisões que divergem dos interesses dos principais, e passam a agir em conformidade com os seus interesses pessoais, tomando decisões do tipo 2, isto é, decisões que venham a maximizar a utilidade pessoal dos gestores. A diferença entre a tomada de decisão tipo 1 e a tomada de decisão tipo 2 representa para organização um custo, custo esse decorrente do problema de agência dos gestores.

Ainda com base na figura 1, observa-se que, para tentar amenizar os conflitos de interesse decorrentes da separação entre propriedade gestão, surge a governança corporativa com conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores, reduzindo os problemas de agência. Conforme Figura 1, os mecanismos internos de conselho de administração, sistema de remuneração e a estrutura

de propriedade, além dos mecanismos externos como a divulgação periódica de informações contábeis, mercado de trabalho competitivo e a presença de um mercado de aquisição hostil também são mecanismos importantes para a redução dos problemas de agência.

Para Garcia e Tavares (2017) e Silveira (2002) a governança corporativa dispõe de práticas e mecanismos para monitoramento e controle das atividades do agente, para que o mesmo tome decisões visando os interesses do principal. Portanto, espera-se que as práticas de governança minimizam os conflitos de agência e maximizam a riqueza da empresa e o retorno dos investidores.

A partir de então, surgiu a governança corporativa, com a finalidade de amenizar os problemas de agência, através de um conjunto de práticas e princípios, que objetiva proteger os interesses dos acionistas e conseqüentemente minimizar os custos de agência e maximizar o valor da organização. Contudo, com o crescimento dos mercados de capitais, a governança corporativa auferiu outras finalidades, além do alvo de minimizar os conflitos e, conseqüentemente, os custos de agência, sendo hoje uma ferramenta de gestão, controle e captação de recursos.

2.2 Governança corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são gerenciadas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os diversos *stakeholders* (sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas). Assim, para o IBGC, as boas práticas de governança convertem princípios básicos em recomendações objetivas, harmonizando os interesses, com o intuito de otimizar e preservar o valor econômico da organização, promover seu acesso a disponibilidades de recursos, contribuir para a qualidade da gestão, longevidade das organizações e o bem comum.

Conforme definido pela Comissão de Valores Mobiliários (CMV), a governança corporativa é o conjunto de práticas que objetiva potencializar o desempenho de uma companhia ao proteger todos os *stakeholders*, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. De acordo com a CMV, a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos investidores e prestação de contas.

Ao analisar os conceitos apresentados segundo o IBGC e a CMV, podemos perceber que são similares e que o conceito abordado segundo a CMV, além do já exposto pelo conceito elaborado segundo o IBGC, apresenta alguns dos princípios básicos da governança corporativa, os quais são: transparência, responsabilidades pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre acionistas.

Para Silveira (2004) a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de mecanismos que visam maximizar a probabilidade dos investidores garantirem para si o retorno sobre o seu investimento, pois o conjunto de mecanismos internos e externos podem alinhar os interesses dos tomadores de decisão e os acionistas, minimizando os prejuízos causados pelos conflitos de agência.

Conforme Silveira (2010) os principais mecanismos da governança corporativa, são divididos em dois tipos:

Mecanismos internos:

- Conselho de administração, que é um grupo de pessoas indicadas principalmente pelos investidores, as quais têm o desígnio de fiscalizar e nomear os gestores, como também tomar as principais escolhas estratégicas da companhia;
- Sistemas de remuneração, que é a forma e o montante da remuneração dos agentes (gestores) que podem determinar o alinhamento dos interesses entre as partes;
- Estrutura de propriedade, que representa a quantidade e o tipo de ações em posse do acionista majoritário;
- Transparência, na qual todas as demonstrações financeiras, assim como as decisões e informações relevantes devem ser apresentadas a todos os envolvidos no mesmo momento, de forma a evitar informação privilegiada por uma das partes;
- Política de dividendos, que determina qual a quantidade do lucro da organização que será dividida com os investidores;

Mecanismos externos:

- Possibilidade de aquisição hostil, em que muitas empresas possuem regras e cláusulas que inibem a aquisição da companhia por outros acionistas;
- Leis de proteção aos acionistas, esse mecanismo está intrínseco com o ambiente institucional e regulador em que a empresa está inserida;
- *Cross-listings*, que é a listagem dos papéis da companhia em mercados internacionais;

- Fiscalização de agentes do mercado, em que a maior fiscalização exige maior transparência da empresa, assim como ocorre uma maior investigação externa das decisões tomadas.

De acordo com Silva (2006) composta por um conjunto de princípios e práticas, a governança corporativa procura diminuir os conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia (conflitos de agência), com a finalidade de reduzir o custo de capital e maximizar o valor da organização e o retorno aos seus investidores.

Desta forma, Silveira (2004) e Silva (2006) tendem a acrescentar mais um fator importante aos conceitos já exposto pelo IBGC e CMV, que é o de utilizar os mecanismos de governança corporativa como uma ferramenta fundamental na redução dos conflitos de agência e na geração valor da para as organizações e os acionistas.

Segundo Rossetti e Andrade (2014) os valores que dão sustentação, amarrando concepções, praticas e processos de alta gestão nos conceitos usuais de governança corporativa, são:

- *Fairness*. Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*).
- *Disclosure*. Transparência das informações, consiste em disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, e conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.
- *Accountability*. Prestação responsável de contas, onde os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, compreensível e tempestivo. Fundamentada nas melhores praticas contábeis e de auditoria.
- *Compliance*. Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país. Ou seja, fazer cumprir as normas legais e regulamentares, as políticas e as diretrizes estabelecidas para o negócio.

Na Figura 2 está representada a governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais, conforme a percepção de Rossetti e Andrade (2014), e no eixo central a amarração aos quatro valores fundamentais da governança corporativa:

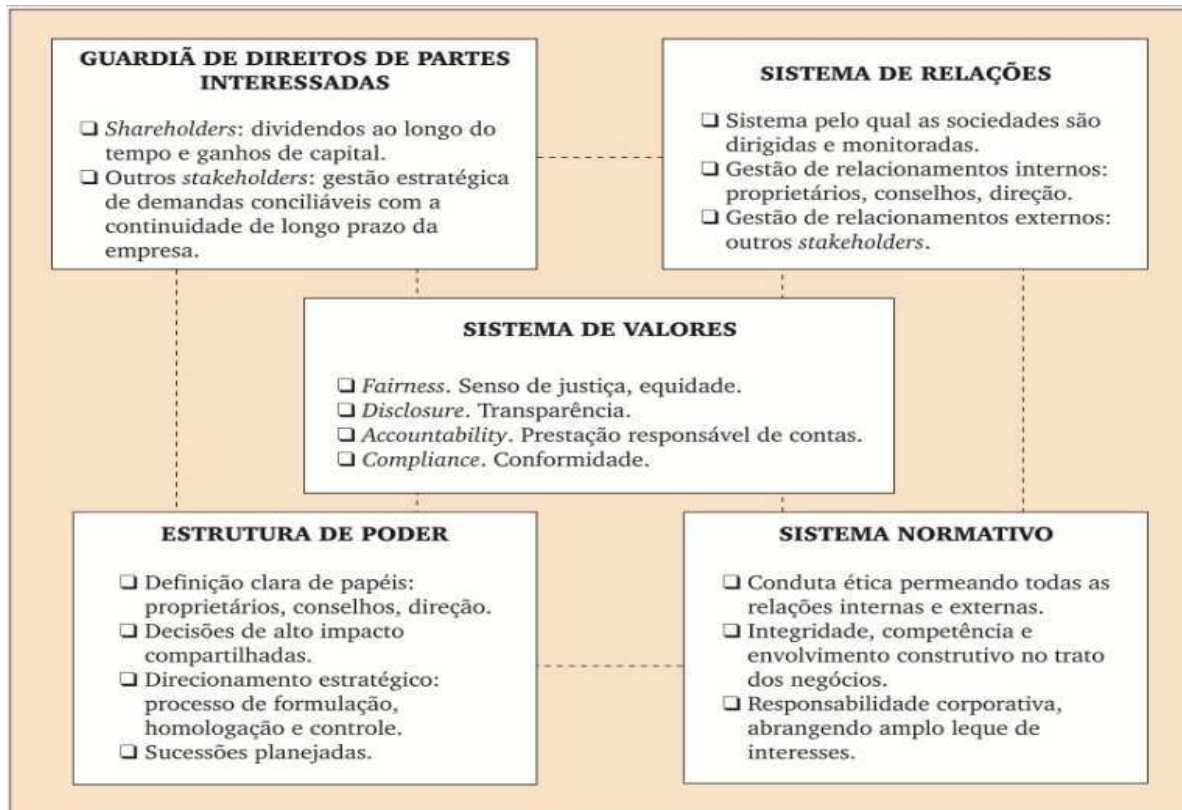


Figura 2 – A governança corporativa em diferentes agrupamentos conceituais: a amarração a quatro valores fundamentais.

Fonte: Rossetti e Andrade (2014)

Conforme a Figura 2, os processos e os objetivos de alta gestão da governança corporativa podem ser vistos a partir de quatro grupos, que olham a governança como: o guardião de direitos das partes interessadas; sistema de relações, pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; estrutura de poder que se observa no interior das corporações; e sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas.

No eixo central da figura 2, encontra-se os valores que se apresentam de maneira essenciais para a boa governança e a integridade ética, passando por todos os sistemas de relações internas e externas: o senso de justiça, no atendimento das perspectivas e das demandas de todos os *stakeholders*; a exatidão na prestação de contas, essencial para a confiabilidade na gestão; a conformidade com as instituições legais e com os marcos regulatórios, dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a transparência, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, dos projetos de alto impacto, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses (ROSSETTI; ANDRADE, 2014).

Para Rossetti e Andrade (2014) a GC pode ser definir como um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que conduz o sistema de poder e os mecanismos de gestão das organizações, almejado a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, harmonizando oportunismos conflitantes.

Com base nos conceitos apresentados e nos estudos realizados, podemos afirmar que a governança corporativa é composta por um conjunto de princípios, normas e incentivos que visam através de uma boa gestão, minimizar os prováveis conflitos de interesse existentes entre acionistas e administradores ou acionistas majoritários e acionistas minoritários, e aumentar a probabilidade dos acionistas obterem para si o retorno decorrente dos investimentos realizados. Desta forma, a governança corporativa busca proteger os *stakeholders*, proporcionar maior transparência, minimizar os custos de agência e gerar valor para companhia.

Diante do contexto, a governança corporativa é uma ferramenta fundamental para o crescimento do mercado de capitais, a ponto que os mercados de capitais de vários países criaram normas e princípios de governança a serem seguidos pelas organizações.

2.2.1 Governança corporativa no mundo

Praticada em várias partes do mundo, a governança corporativa teve início na primeira metade dos anos 90, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, onde devido ao acentuado ritmo de desenvolvimento das organizações e pela expansão das transações financeiras em escala global, promoveu uma readequação na estrutura de controle, decorrente da dissociação entre a propriedade e a gestão empresarial. Surgindo assim a necessidade observada pelos acionistas das grandes empresas em estabelecer princípios de atuação dos executivos, com o intuito de contribuir para um maior controle de atuação das empresas e reduzir os possíveis conflitos de inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos sócios, executivos e o melhor interesse da empresa (LEAL; CAMURI, 2008).

De acordo com o IBGC, nos anos 1990 aumentou as discussões acerca da importância da governança corporativa nas organizações, devido aos graves escândalos e fraudes contábeis da década anterior, envolvendo diferentes e importantes empresas. Em 1992 foi publicado na Inglaterra o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de GC e no mesmo ano, foi divulgado nos Estados Unidos o primeiro código de governança

elaborado pela General Motors (GM). Pouco tempo depois, metade das 300 maiores companhias dos Estados Unidos já tinham seus manuais de recomendações de governança corporativa.

De acordo com Segundo Leal e Camuri (2008), os caminhos oferecidos pelos modelos de governança corporativa surgem de acordo com as leis que balizam os diferentes mercados e segundo a trajetória do desenvolvimento do setor corporativo de cada país. Desta forma não há um modelo único de governança, dadas às peculiaridades empresariais, ambiente social, econômico, cultural e regulatório de cada país. No entanto, os sistemas de governança nos mercados mais desenvolvidos servem como referência aos demais países.

Segundo Leal e Camuri (2008) há cinco modelos clássicos de GC. No quadro 1 a seguir, podemos verificar uma síntese comparativa entre alguns modelos de governança corporativa praticados no mundo:

Quadro 1 - Modelos de governança corporativa: uma síntese comparativa

Características definidoras	Modelo-anglo-saxão	Modelo alemão	Modelo japonês	Modelo latino-europeu	Modelo latino-americano
Financiamento predominante	Equity	Debt	Debt	Indefinida	Debt
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-acionistas	Marjoritários-minoritários	Marjoritários-minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de administração	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculo com gestão
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Adaptação de Rossetti e Andrade (2014).

Conforme Rossetti e Andrade (2014), as diferenças da diversidade cultural e institucional das nações são resultantes em estabelecer vários fatores de diferenciação internos e externos dos modelos de GC dos países. Entre os diferenciais do ambiente externos destacam-se: as proteções legais aos acionistas e outras categorias de regulação; as fontes de financiamento predominante; e o estágio em que se encontram as práticas de boa governança no país. Entre os internos, os mais destacados são: a separação entre a propriedade e a gestão; a tipologia dos conflitos de agência; a composição e as formas de atuação do conselho de administração.

Por meio do quadro 1 é possível ter uma visão de como cada modelo se apresenta e se comporta, segundo as características de cada país. As diferenças entre os principais modelos de governança praticados no mundo (anglo-saxão, alemão, japonês, dos países emergentes da Ásia, dos latino-europeus e dos latino-americanos) são bem definidas e a maior parte é associável a fatores externos, aos quais se moldam às características internas da governança. Apesar de não existir um modelo padrão de governança, eles são fundamentados nos princípios básicos de transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa para serem elaborados.

Para o IBGC (2018) há duas grandes categorias, que abrigam os principais modelos de governança corporativa adotados pelo mundo, que são:

- O modelo *outsider system* também conhecido como anglo-saxão, pois é o modelo mais tradicional nos Estados Unidos e Reino Unido, é marcado por possuir: um mercado de capitais ativo e desenvolvido; acionistas pulverizados e tipicamente fora do comando diário das organizações; estrutura de propriedade dispersa nas grandes companhias; estrutura de capital financiada pelos acionistas (*equity*); garantia da liquidez das ações nas bolsas de valores; Ativismo e grande porte dos investidores institucionais; gestão voltada para a maximização do retorno para os acionistas; e os conflitos existentes são entre acionistas e agentes; e
- São características do modelo *insider system* também denominado nipo-germanico), predominante na Europa Continental e no Japão, mercados de capitais menos líquidos e desenvolvido; grandes acionistas de forma direta ou via pessoas de sua indicação no comando das operações diárias das organizações; concentração de propriedade; estrutura de capital financiada por bancos e credores (*debt*); frequente o controle familiar nas grandes companhias; participação acionária de longo prazo; Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais; e os principais conflitos existentes são entre acionistas majoritários e minoritários.

De acordo com o IBGC (2018) o modelo brasileiro de GC se aproxima mais do nipo-germanico, com predominância de estrutura de propriedade concentrada, papel relevante do mercado de dívida, forte presença de empresas familiares. No entanto, devido ao desenvolvimento do mercado de capitais, as empresas vêm aos poucos adquirindo algumas características do modelo anglo-saxão, como a crescente importância do mercado acionário como fonte de financiamento, o surgimento de algumas empresas com capital disperso e ativismo de acionistas ganhando importância.

2.2.2 Governança corporativa no Brasil

No Brasil, a formação e o desenvolvimento das organizações foram baseados, em grande parte, em uma estrutura organizacional familiar, na qual as empresas pertenciam a um grupo familiar e eram em sua maioria administradas por seus proprietários, contando com uma estrutura de capital pouco alavancada. Segundo Garcia e Tavares (2017) pesquisas quantitativas mais atuais estimam que ainda quase 90% das empresas brasileiras sejam familiares.

De acordo com Garcia e Tavares (2017) conforme as empresas familiares vão se desenvolvendo, a propriedade acionária tende a se pulverizar ao longo do tempo, de modo que a companhias passa a ter como sócios membros da família que participam da administração e outros que não o fazem. Os interesses desses distintos grupos em relação à organização podem ser conflitantes e provocar disputas pelo controle, pelo nível de interferência que a família pode exercer sobre os negócios; pelo nível de concentração acionária nas mãos de familiares, e entre outros. Por isso, faz-se necessário que sejam estabelecidos mecanismos de GC para alinhar as expectativas dos diferentes acionistas.

Para Andrade e Rossetti (2004) e Garcia e Tavares (2017), diferente da governança corporativa existente nos Estados Unidos, a qual se expandiu para tentar solucionar os conflitos de interesse entre acionistas e agentes, a GC no Brasil começou a ganhar corpo quando os investidores, de países desenvolvidos, passaram a aumentar seus investimentos para fora de suas fronteiras. Assim, esses investidores começaram a pressionar os mercados de ações dos países emergentes (dentre eles, o Brasil) por uma administração mais transparente, visando estimular o interesse dos investidores e a valorização das companhias começam a adotar boas práticas de governança.

Todas essas características contribuíram o movimento de governança corporativa no Brasil, que, embora seja recente, tem se desenvolvido bastante nos últimos anos. Diversos fatores

contribuíram para esse desenvolvimento, dentre eles, destacam-se: o desenvolvimento da economia, as privatizações, a abertura dos mercados de capitais, o código das boas práticas de governança corporativa publicado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, a nova Lei das S.A., o ativismo dos fundos de pensão, a cartilha de governança corporativa publicada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e os segmentos especiais de listagens criados pela BM&FBOVESPA (COSTA, 2008).

Em resposta às necessidades vividas pelo crescimento e da diversificação do mercado brasileiro, entre elas a necessidade por igualdade de direito entre acionistas minoritários e majoritários, uma estrutura de conselho adequada e qualificada e por maior transparência das informações prestadas pelas companhias, a BM&FBOVESPA criou os segmentos especiais de listagem: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1. Segundo a B3, esses segmentos foram criados com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais, atrair investidores e valorizar as companhias que decidem aderir, a um desses segmentos de listagem, através da adoção de rígidas regras de governança corporativa.

Cada segmento exige um conjunto de regras e normas específicas de práticas de governança corporativa, que a empresa se compromete a assumir, quando maior o nível maior será os padrões de governança que devem ser adotados. A organização pode se enquadrar no Nível 1 e Nível 2 de governança corporativa e aumentar gradativamente seu nível de governança até chegar ao Novo Mercado, tendo em vista que os níveis inferiores foram criados para preparar as empresas para o Novo Mercado, que é o nível mais elevado de governança apresentando regras mais rígidas.

Não existem exceções quanto ao porte ou setor de atuação. Todas as empresas que desejam implementar boas práticas de GC fixadas no regulamento de listagem podem ter suas ações negociadas neste segmento. A adesão a um dos níveis diferenciados de governança é de forma voluntária e deve ser feita pela assinatura de um contrato específico, assumindo o compromisso de adotar as exigências impostas por cada nível, passando a ser fiscalizada pela B3, de forma específica, no cumprimento das exigências.

Desde modo, há principalmente 4 segmentos de mercados na B3: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. O segmento mais básico é o tradicional, onde determina basicamente apenas que as companhias atendam a todas as exigências legais e administrativas estabelecidas pela CMV, não exigindo qualquer tipo de prática adicional ou diferenciada.

No mercado tradicional não existem normas de percentual mínimo de ações em circulação e distribuições publicam, bem como é opcional a realização de reuniões públicas anuais e a

elaboração do calendário de eventos corporativos. As demonstrações contábeis e financeiras seguem a legislação, assim como o conselho de administração, que terá composição mínima de três membros.

Nas principais normas de conduta exigidas pela B3, para conceder licença de negociação no nível 1, as organizações interessadas deverão: obter, junto à CVM, o registro de companhia aberta que permita negociação de ações ordinárias e/ou preferenciais em bolsa, deixando-o permanentemente atualizado; comprometer-se com a dispersão acionária através de ofertas públicas de ações, com uma maior transparência das informações do mercado e acesso as mesmas pelos investidores; como também; emitir e publicar informações adicionais, além das exigidas por lei; realizar ao menos uma reunião pública anual; e oferecer *free float* de 25%, que é o mínimo exigido de ações em circulação, que a organização se compromete a manter.

Para as empresas enquadrarem no nível 2, que é um nível intermediário entre o Nível 1 e o Novo Mercado, além das atribuições exigidas pelo nível 1, as organizações terão que: Elaborar as demonstrações financeiras de acordo com o padrão internacional, compor o conselho de administração por no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% deve ser independente com mandato unificado de até dois anos, assegurar o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações. Segundo Abrantes (2014) A *tag along* é um mecanismo de defesa dos direitos dos acionistas minoritários, que garante no caso de venda do controle da empresa será pago o mesmo valor pelas ações dos acionistas majoritárias aos minoritários. Outra característica do Nível 2 é o fator de poder emitir ações ordinárias e preferenciais.

Passando por esses segmentos, chegamos ao maior nível de governança corporativa que as companhias podem aderir: o novo mercado. Segundo a B3, esse segmento em especial conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa, apresentando um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e relevantes. Além dos requisitos já citados nos níveis 1 e 2. Para ingressar no novo mercado, as empresas devem compor o capital exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto e, no caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%).

Para uma maior compreensão dos níveis de governança corporativa, vejamos o quadro 2, a seguir, pelo qual se expressa uma síntese dos principais tipos de mercado.

Quadro 2 - Comparativo dos segmentos de listagem

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Obrigatória			Facultativo
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	

Fonte: Adaptado da B3 (2017)

Como pode ser observado no quadro 2, apesar de terem alguns parâmetros iguais para as diferentes listagens, quanto maior o nível, maior será os padrões de governança que devem ser adotados, agregando valor à companhia e atraindo mais investidores, uma vez que as boas práticas de governança aumentam a credibilidade da empresa e diminuirá os problemas de agência, já que, conforme Besarria *et al.* (2015) e Abrantes (2014), os níveis diferenciados de governança corporativa atraem investidores para as organizações, gera valor para a companhia, diminui o custo de capital e conseqüentemente uma maior rentabilidade, uma vez que melhoria da qualidade das informações prestadas pelas organizações e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco.

Para Aguiar, Corrar e Batistella (2004), quanto mais eficiente é a governança corporativa, mais interessante torna-se a empresa sob a ótica do investidor, devido ao fato de que o mesmo terá maior segurança para a tomada de decisão.

Diante desse contexto, espera-se que ao enquadrar a um nível mais elevado de GC as empresas apresentem um melhor desempenho frente as de nível inferior. Pois todos os mecanismos estabelecidos têm como finalidade melhorar a qualidade de informações prestadas pelas empresas de capital aberta a seus acionistas, bem como a ampliação dos direitos societários que irão diminuir a incerteza no processo de avaliação de risco do investimento. Assim a redução de incertezas ao investimento tende a provocar um aumento da precificação da ação, o que por sua vez diminui a volatilidade dos ativos fortalecendo o mercado de capitais como uma opção de fonte de investimentos.

2.3 Desempenhos das ações

O bom desempenho econômico e financeiro das companhias é fundamental para que a mesma mantenha sua atividade operacional, permaneça no mercado de capital e maximize a riqueza da organização. Dessa maneira, são vários os interessados no desempenho de uma organização como agentes, fornecedores, credores, novos investidores e, principalmente, os acionistas.

Conforme Gitman (2010) a primeira perspectiva é que o principal objetivo da organização é maximizar o lucro, contudo verificamos que para atingir esse objetivo é fundamental atentar a outros fatores que afetam os investimentos, entre eles o resultado por ação, os retornos (fluxos de caixa) futuros da empresa e o risco. Analisar o desempenho das ações da organização é de extrema importância para os potenciais investidores e acionistas, pois

preocupados em obter o retorno sobre o investimento, em detrimento do risco que assumiram, poderão extrair informações relevantes que irão auxiliar na hora de decidir sobre qual empresa investir.

As principais medidas utilizadas na literatura para avaliar a performance de um investimento concentra-se em investigar variações dos preços dos ativos, pois demonstram a relação entre os retornos esperados e os riscos associados aos ativos financeiros. Essa relação “risco x retorno” é de suma importância no mercado financeiro e a ponderação entre essas duas variáveis é a peça chave do sucesso nos investimentos (SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017).

Há, ainda, indicadores que ajudam a avaliar o desempenho das ações de uma organização, através da análise de um ativo em relação aos seus retornos históricos, suas oscilações frente ao mercado, ou em comparação a outro ativo. O retorno, o risco e o retorno ajustado ao risco são tradicionais medidas para a análise de desempenho dos ativos financeiros de uma organização (FRANCISCO; SANTOS, 2014).

2.3.1 Taxa de Retorno

Para Mendes (2014), o retorno sobre um investimento são os proventos que os investidores recebem por aplicarem recursos, assumindo riscos em busca desses rendimentos que podem ou não se realizar. O autor ainda afirma que, no caso do investimento em ações, os ganhos podem ocorrer principalmente através dos ganhos ou perdas de capital, que são originados das variações do valor do seu investimento, ou através de rendimentos correntes (dividendos).

Diante do exposto podemos inferir que retorno são os ganhos ou os prejuízos totais auferidos sobre os investimentos realizados em determinados intervalos de tempo. E que investidores têm expectativas que os seus ativos alcancem retornos positivos, ou seja, que obtenha, em determinados períodos, a valorização, gerando lucro sobre essas aplicações.

Segundo Silva et al. (2016) o retorno médio pode ser obtido através da média aritmética simples do retorno diário de cada ação, definida conforme fórmulas abaixo.

$$r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t}} \quad (1)$$

$$\bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n xi = \frac{1}{n} (r_1..+r_n) \quad (2)$$

Em que,

$r_{i,t}$ = Retorno da ação da empresa i , no dia t ;

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i , no dia t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i , no dia t anterior.

Alguns investidores ingressam no mercado de ações almejando obter lucros apenas a partir da oscilação dos preços das ações, comprando na baixa e vendendo na alta. Mas existe outra maneira de obter ganhos no mercado de ações, através do recebimento de *dividend yield* (rendimento do dividendo). Esse indicador ira expressar o percentual em dinheiro que o investidor obteve a partir do pagamento dos proventos.

2.3.2 Dividend Yield

O *Dividend Yield* é uma medida de retorno que mensura o desempenho da empresa com base na relação dos proventos por ações finais, com o preço inicial das ações. Ele representa os retornos pagos aos acionistas e é calculado pelo montante de dividendos pagos por ações dividido pelo preço da ação no dia anterior a data do anúncio. (SILVA JUNIOR; MACHADO, 2015; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2016).

$$Dy = \frac{D}{P_{i,t}} \quad (3)$$

Em que,

Dy = *Dividend Yield*;

D = Dividendo

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i , no dia t ;

Desse modo, quanto maior o DY, maior será a quantidade de dividendo que a empresa paga aos acionistas, o que é um bom sinal para quem investe nela.

2.3.3 Desvio padrão

Após analisar o retorno esperado por um investimento, torna-se interessante avaliar o risco atrelado ao mesmo, pois os investidores na maioria das vezes não estão dispostos a colocar seus investimentos a incertezas, a correr um risco muito elevado. O risco de um investimento pode ser medido pelo desvio padrão da sua taxa de retorno, pois quanto maior for à oscilação das ações num período, maior será o risco de se auferir ou perder dinheiro nesse investimento (SANTOS, 2010; BINOTTO,2017).

Para Marques et al. (2013) o risco de um ativo financeiro pode ser expressado através de uma medida estatística de dispersão dos valores das taxas de retorno, como a variância ou o desvio padrão. A Figura 3 abaixo apresenta graficamente o desempenho de dois investimentos em um ano, analisados mês a mês, ambos obtiveram uma taxa de retorno médio anual de 2%, todavia verificamos que o investimento A, oscilou mais, ou seja, variou muito mais que o investimento B, sendo assim, concluímos que em A ocorreu uma maior incerteza dos retornos e consequentemente uma volatilidade superior ao investimento B.

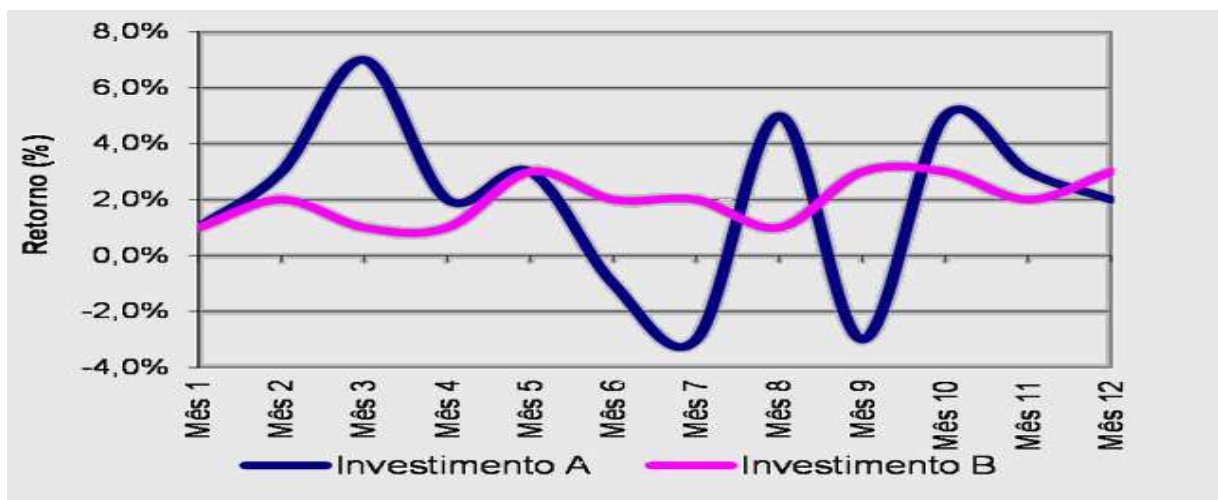


Figura 3 - Comparação entre retorno de dois investimentos.

Fonte - ELTON et al. (2004, *apud* MARQUES et al, 2013).

Os valores do desvio padrão dos retornos podem ser encontrados da seguinte forma.

$$S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}} \quad (4)$$

Em que,

S = Desvio Padrão;

r_i = Retorno;

\bar{r} = Retorno médio; e

n = Número de observações.

2.3.4 Beta

Conforme Silva et al. (2016) o indicador beta capta a influência do risco sistemático no comportamento do ativo, ele apresenta para o investidor o risco que este ativo acrescenta à carteira de mercado. Ou seja, o beta é uma medida muito importante que determina a sensibilidade das ações de uma empresa em relação ao índice a que estão atreladas. No caso do Brasil, esse índice pode ser o Ibovespa.

$$\beta = \frac{Cov(r_m, r_i)}{\sigma(r_m)} \quad (5)$$

Em que,

β = Beta

r_m = retorno da carteira de mercado

r_i = Retorno do título (ação)

Segundo o site da infomoney (2018), o beta da carteira de ações padrão, IBOVESPA, é sempre igual a 1, uma vez que ela é a base para o cálculo comparativo. Os resultados do índice beta podem ser de três tipos:

$\beta=1$ Ativo médio.

Sua variação tende a reagir de acordo com o mercado. Quando o IBOVESPA valoriza, o ativo valoriza na mesma proporção.

$\beta<1$ Ativo defensivo.

Apresentam volatilidades inferiores ao mercado e no mesmo sentido. Quando o IBOVESPA valoriza 0,5 o ativo tende a valorizar menos do que 0,5.

$\beta > 1$ Ativo agressivo.

Possui oscilações maiores do que o mercado, indicado assim que o ativo deve reagir com maior intensidade. Por exemplo, uma ação com $\beta = 2,0$ tende a valorizar/desvalorizar o dobro do mercado (IBOVESPA).

2.3.5 Tracking Risk

Esse indicador irar analisar o quanto o retorno da ação se afasta do índice de referência, tomando como base de referência o índice da IBOVESPA.

$$TR = \sigma[\check{R}_p - \check{R}_b] \quad (6)$$

Em que,

TR = Tracking Risk

σ = Desvio padrão

\check{R}_p = Retorno da ação

\check{R}_b = Retorno do *Benchmark* (Ibovespa)

2.3.6 Índice de Treynor

De acordo com Silveira, Santos e Rodrigues (2017), o índice de Treynor pode ser definido como o prêmio de risco ganho por unidade de risco sistemático incorrido, sendo o risco sistemático medido pelo Beta do portfólio. Ou seja, será usado para medir o retorno relativo por unidade de risco assumido pelo Beta. O risco que deve ser considerado como exposição é o risco sistemático em que o ativo está exposto e não o seu risco global.

$$IT = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (7)$$

Em que,

IT = índice de Treynor

R_i = retorno da ação da empresa i

R_f = retorno de um ativo livre de risco.

Esse indicador contempla dois componentes de risco: O risco produzido pela variação geral do mercado e o risco específico da variação dos ativos da carteira (LIMA,2006).

2.3.7 Índice de Sharpe

O índice de Sharpe mede o quanto de retorno excedente em relação a um ativo livre de risco é compensado através de seu nível de risco. De acordo com Silva et al. (2016) o Índice de Sharpe (IS) mensura o retorno em relação ao risco, de forma complementar ao Índice de Treynor, pois utiliza o desvio padrão do ativo como medida de volatilidade. Ou seja, ele mede qual é a relação entre o retorno excedente ao ativo livre de risco e a volatilidade, portanto, quanto maiores forem os seus resultados, melhor posicionado está aquele ativo.

$$IS = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i} \quad (8)$$

Em que,

IS = índice de Sharpe

R_i = retorno da ação (i)

R_f = retorno do ativo livre de risco.

σ_i = Desvio padrão

2.3.8 Índice de information Ratio

O índice *Information Ratio* é definido pelo retorno residual da ação comparado com o risco residual. O retorno residual da ação corresponde à parte do retorno que não é explicado pelo benchmark. Ou seja, busca mensurar o ganho em relação ao *Benchmark* através do risco de deslocamento, definido conforme a fórmula abaixo (SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017).

$$IR = \frac{P_{rb}}{\sigma[\check{R}_p - \check{R}_b]} \quad (8)$$

Em que,

IR = índice de *Information Ratio*

σ = Desvio padrão

\check{R}_p = Retorno da ação

\check{R}_b = Retorno do *Benchmark* (ibovespa).

2.4 Trabalhos anteriores e construção da hipótese

Segundo Ferreira (2002) as pesquisas de caráter bibliográfico buscam o desafio tanto de debater, quanto de mapear determinadas produções acadêmicas de acordo com distintos campos do conhecimento. Além disso, prezam constatar que dimensões e que aspectos estão sendo destacados em épocas e em lugares diferenciados. Deste modo, há algumas pesquisas relacionadas com o tema investigado neste estudo.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) fizeram comparação das ações das empresas que aderiram ao nível 1 (N1) de governança corporativa entre o período de junho de 2001 a dezembro de 2001 para analisar se a migração para um nível diferenciado de governança corporativa influencia as variáveis quantidade média, volume em reais e preço médio das ações. Ao realizarem a comparações entre as ações antes e após à adesão ao N1, chegaram à conclusão que nenhuma das três variáveis (quantidade média das ações, volume em reais e preço médio das ações) apresentaram mudanças positivamente significativas.

Para Srour (2005) a governança corporativa afeta diretamente os retornos das firmas em períodos de crise. Segundo o autor, foram encontradas evidências que comprovam que, em períodos de crise, as empresas com melhores práticas de governança (Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram uma queda relativamente menor de seus retornos e uma menor volatilidade frente às classificadas nos outros níveis.

Costa e Silva (2006) buscaram evidências se a adoção de práticas de governança corporativa de 10 empresas do período de 2001 a 2003 iriam impactar sobre o retorno dos acionistas, isto é, se criaria valor para os seus acionistas. Nos resultados encontrados pelos

autores não foram encontradas diferenças estatísticas quando se compararam as médias dos retornos de períodos anteriores à divulgação do evento com as de períodos posteriores. Tal constatação sinaliza que os processos analisados não resultaram impactar sobre o retorno dos acionistas, ou seja, não resultou na criação de riqueza para estes últimos.

Para alguns autores (SOUZA et al., 2015; SILVA et al., 2016) o setor pode influenciar se o nível de governança corporativa está positivamente relacionado ao desempenho das ações, isso possivelmente, em função dos setores da economia apresentarem diferentes tipos de *stakeholders*, com diferentes tipos de conhecimento. Assim, é possível que exista diferença de “aprendizado” dos *stakeholders* (nível de conhecimento de investidores e demais partes interessadas) entre os setores da economia, e as informações divulgadas através dos mecanismos de GC podem influenciar as decisões dos investidores e dos gestores em melhorias administrativas que resultem em melhores resultados.

Francisco e Santos (2014) buscaram verificar se a assunção de níveis mais elevados de governança corporativa proporciona as empresas do setor de energia elétrica do Brasil melhor desempenho em comparação com aquelas classificadas em níveis inferiores entre o período de junho de 2009 até 30 de junho de 2011. Os resultados encontrados pelos autores não confirmaram a expectativa inicial que as empresas de níveis mais elevados apresentam melhores desempenhos.

Silva et al. (2016), ao pesquisar sobre o desempenho a partir da comparação risco versus retorno, das empresas que congregam os setores industriais e bancários da BM&FBOVESPA do período de 2009 a 2014, conclui que em média geral as empresas que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa no seu processo de gestão tendem a apresentar melhor desempenho frente às empresas que não adotaram.

Dessa maneira, conforme os resultados evidenciados nos estudos relacionados com pesquisa, espera-se que:

H₁: Ações das empresas listadas na B3 do setor de comércio com melhores níveis de Governança Corporativa têm melhores índices de desempenho de risco e de retorno em comparação com aquelas classificadas em níveis inferiores.

3 METODOLOGIA

Para verificar a importância da adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa no desempenho das ações das empresas que compõem o setor de comércio listadas na B3, a metodologia desta pesquisa tomou como referência as metodologias utilizadas por Francisco e Santos (2014) e Silva et al. (2016).

3.1 Tipo de pesquisa

3.1.1 Quanto aos objetivos

De acordo com a literatura pesquisada neste trabalho, espera-se que a governança corporativa possa ser usada como meio para aumentar a possibilidade dos investidores auferirem para si o retorno sobre seus investimentos realizados, pois os riscos de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados, são minimizados através de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. Contudo, esse retorno só é obtido mediante o bom desempenho da organização, ou seja, boa relação risco/retorno. Logo, este trabalho busca analisar a relação entre governança corporativa e desempenho das ações.

Dessa forma, a presente pesquisa se caracteriza, segundo os objetivos, como descritiva, pois se propõe a analisar o desempenho comparativo entre as ações de empresas do setor comercial listadas pela B3 com os diferentes segmentos de governança.

3.1.2 Quanto aos procedimentos e as fontes de informação

Segundo os procedimentos de coleta, esta pesquisa se caracteriza como Bibliográfica e Documental. Bibliográfica, visto que para sua execução foi necessária a leitura e interpretação de materiais já publicados sobre a governança corporativa e os indicadores de desempenhos de mercado, a exemplo de livros, revistas, artigos, teses, periódicos, entre outros que por sua vez servirão de base à fundamentação teórica do estudo. É de caráter documental, porque foram coletados os dados dos indicadores de mercado e a classificação dos segmentos de listagem de GC, das empresas listadas na B3 no setor de comércio.

3.1.3 Quanto à abordagem

Quanto à abordagem do problema, é de natureza quantitativa, visto que este estudo apresenta em seu desenvolvimento a predominância de instrumentos matemáticos no tratamento dos dados coletados.

A presente pesquisa, em menor proporção, é também de natureza qualitativa, pois os segmentos de listagem de governança corporativa foram utilizados para categorizar as empresas e alcançar os resultados almejados.

3.2 Definição do universo da pesquisa e da amostra

Para a composição da pesquisa foi utilizado às empresas de ações Ordinárias listadas na B3 no setor de comércio. A amostra foi composta pelas empresas brasileiras desse setor, que estavam ativas na bolsa, mantiveram ações negociadas no período de 2015 a 2017 e que tinham disponíveis os índices de retorno e risco delimitados nesta pesquisa.

O mercado brasileiro foi selecionado, pois se trata de uma economia com pouca proteção aos investidores e vulnerável a escândalos de corrupção, desvios de dinheiro e de conduta, trazendo prejuízos tangíveis e intangíveis para as organizações e ao mercado financeiro como um todo (CUNHA, 2017). Ainda conforme o autor, os mecanismos de boas práticas de GC são mais primordiais em economias com essas peculiaridades.

Espera-se com a decisão metodológica de trabalhar com amostra estratificada de um mesmo setor verificar se a adoção de boas práticas de governança interfere no desempenho das ações das empresas, pois as empresas de um mesmo setor estão sujeitas as mesmas condições macroeconômicas e legais. Portanto, as diferenças de desempenho entre elas devem ser justificadas, tão somente, pelas características e resultados da gestão de cada entidade. Uma vez que a governança corporativa deve ser utilizada com uma forma de fazer gestão.

A metodologia setorial também é justificável, pois, conforme já evidenciado (SOUZA et al., 2015; SILVA et al., 2016) os setores da economia apresentam públicos de interesse com diferença no nível de conhecimento e maturidade e as informações divulgadas pelas empresas podem influenciar as decisões dos investidores diante das alterações nas dinâmicas e em melhorias gerenciais que venham a maximizar o desempenho da organização.

O recorte proposto, ao efetuar a análise do setor comercial, visa dar destaque a uma atividade econômica que apresenta boa representatividade no PIB do país e que, conforme a revisão de literatura, ainda não foi estudada de forma individualizada e utilizando-se da mesma metodologia empregada nesta pesquisa. Além disso, dos setores que ainda não foram estudados, o setor comercial apresentou uma maior quantidade de empresas com todas as variáveis estudadas e com uma maior variedade de empresas classificadas nos diferenciados níveis de governança corporativa.

A utilização dos ativos de empresas listadas na bolsa de valores deve-se as restrições impostas pelos modelos abordados no referencial teórico que tem como balizador analisar a eficiência de mercado de ações (SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017).

O período amostral compreende do ano de 2015 a 2017 por dois motivos: primeiramente, por se tentar buscar as evidências atuais sobre o assunto, e por que compreende o período da crise econômica do mercado brasileiro. Segundo Cunha (2017), no ano de 2015 o país entrou em retrocesso devido a diversos fatores políticos e econômicos.

3.3 Coleta dos dados

A coleta de dados foi realizada por meio da base de dados Economatica®, em janeiro de 2018. Onde foram efetuados os seguintes filtros:

- Empresas ativas na bolsa;
- Empresas de ações ordinárias (ONs); e
- Empresas Listadas no setor de comercial da B3

Diante desses filtros, a amostra ficou composta por 22 empresas, conforme quadro 3. Ainda, foram extraídos da referida base de dados a classificação dos segmentos de listagem (mercado) das empresas e os índices que envolvem risco e retorno, abordados no referencial teórico.

Quadro 3 - Empresas listadas no setor de comércio da B3

Nome	Ticker (Código)
Advanced-Dh	ADHM3
Arezzo Co	ARZZ3
B2W Digital	BTOW3
Battistella	BTTL3
BR Pharma	BPHA3
Carrefour BR	CRFB3
Dimed	PNVL3
Dufry AG	DAGB33
Grazziotin	CGRA3
Guararapes	GUAR3
Imc S/A	MEAL3
Le Lis Blanc	LLIS3
Lojas Americ	LAME3
Lojas Hering	LHER3
Lojas Marisa	AMAR3
Lojas Renner	LREN3
Magaz Luiza	MGLU3
Minasmaquinas	MMAQ3
Natura	NATU3
Profarma	PFRM3
RaiaDrogasil	RADL3
Wlm Ind Com	WLMM3

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Ao coletar os dados, pode-se perceber que nem todas as empresas mantiveram ações negociadas durante todo o período analisado. Foi feito um novo filtro, selecionando apenas as empresas do setor de comércio que mantiveram ações negociadas em todo o período de 2015 a 2017. Como resultado, a amostra da pesquisa foi reduzida para 14 empresas, conforme quadro 4.

Quadro 4 - Empresas do setor comercial com ações negociadas na bolsa entre 2015 a 2017

Empresa/Ação	Código	Mercado
Advanced-Dh	ADHM3	Tradicional
Arezzo Co	ARZZ3	Novo Mercado
B2W Digital	BTOW3	Novo Mercado
BR Pharma	BPHA3	Novo Mercado
Dufry AG	DAGB33	Tradicional
Guararapes	GUAR3	Tradicional
Le Lis Blanc	LLIS3	Novo Mercado
Lojas Americ	LAME3	Nível 1
Lojas Marisa	AMAR3	Novo Mercado
Lojas Renner	LREN3	Novo Mercado
Magaz Luiza	MGLU3	Novo Mercado
Natura	NATU3	Novo Mercado
Profarma	PFRM3	Novo Mercado
RaiaDrogasil	RADL3	Novo Mercado

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

3.4 Tratamento e interpretação dos dados

Os dados dos índices dos ativos e os segmentos de listagem da Bosvespa, coletados no Economática® foram exportados para planilhas eletrônicas do Microsoft Excel®.

Conforme abordado no referencial teórico o retorno da ação da empresa foram utilizados para calcular quase todos os índices abordados para analisar o desempenho das ações das empresas. Diante desse contexto optou-se por realizar o teste de *outlier de Grubbs* nessa variável para garantir que os dados não pudessem enviesar negativamente os resultados das análises. Utilizou-se como medida padrão de valor crítico z-scores inferiores a -1,5 ou superiores a 1,5.

Os *outliers* são dados que se diferenciam drasticamente de todos os outros, observações que apresentam um grande afastamento das demais do conjunto. Em outras palavras, um *outlier* é um valor que foge da normalidade e que pode (e provavelmente irá) causar anomalias nos resultados obtidos.

Na tabela 1 a seguir é apresentado o resultado consolidado de teste de *outlier de Grubbs* realizado na amostra.

Tabela 1 – Teste de *outlier* no índice de retorno da amostra

Nome	Retorno do Fechamento Média Diária	z-scores	Teste de <i>Outlier</i> do Retorno.
Advanced-Dh	-0,059	-0,405471	Não Outlier
Arezzo Co	0,112	0,545089	Não Outlier
B2W Digital	-0,009	-0,129079	Não Outlier
BR Pharma	-0,481	-2,756339	Outlier
Dufry AG	0,031	0,091243	Não Outlier
Guararapes	0,090	0,420183	Não Outlier
Le Lis Blanc	-0,066	-0,447126	Não Outlier
Lojas Americ	0,028	0,075071	Não Outlier
Lojas Marisa	-0,080	-0,524579	Não Outlier
Lojas Renner	0,134	0,666162	Não Outlier
Magaz Luiza	0,322	1,716108	Outlier
Natura	0,017	0,014028	Não Outlier
Profarma	-0,018	-0,180316	Não Outlier
RaiaDrogasil	0,179	0,915026	Não Outlier

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Após a realização do teste de *outlier*, foram identificadas duas empresas que pudessem distorcer a análise dos dados, as empresas: BR Pharma (-0,481) e Magaze Luiza (0,322) ambas pertencente ao novo mercado. As empresas foram excluídas das amostras, restando, assim, para o período em análise, 12 empresas com ativos negociados na B3, sendo: oito no segmento de novo mercado, uma no Nível 1 e três no mercado tradicional.

Diante desse contexto, as empresas foram agrupadas em dois tipos de mercado: Novo Mercado e outros (empresas do Nível 1 e Mercado tradicional), conforme disposto no quadro 5. Pois, conforme já evidenciado anteriormente, para Srour (2005), as empresas com melhores praticas de governança corporativa (Nível 2 e Novo Mercado) apresentaram desempenho das ações superior frente às classificadas nos outros segmentos. Isso

possivelmente porque os níveis superiores apresentam normas mais exigentes de GC para as empresas que se esquadram nesses segmentos.

Quadro 5 – Amostra da pesquisa

Mercado	Nome do pregão/ação
Novo Mercado	Arezzo Co
	B2W Digital
	Le Lis Blanc
	Lojas Marisa
	Lojas Renner
	Natura
	Profarma
	RaiaDrogasil
Outros	Lojas Americ
	Advanced-Dh
	Dufry AG
	Guararapes

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Após o agrupamento das empresas por tipo de mercado, foi calculada a média aritmética simples (conforme formula abaixo), para analisar os índices por segmento. Essa medida metodológica também foi utilizada em outros trabalhos (FRANCISCO; SANTOS, 2014; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2017; SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017).

$$(10) \quad \bar{X} = \frac{(X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n)}{n}$$

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Após a exposição de algumas definições para o tema proposto deste estudo, com base na fundamentação teórica, nesta seção haverá a análise e discussão dos resultados. Nas subseções, optou-se por apresentar os resultados do retorno, risco e retorno ajustado ao risco dos ativos financeiros, para análise das medidas de desempenho das ações.

4.1 Retorno

A tabela 2 apresenta os resultados consolidados para todo o período dos retornos médios diários e do *dividend yield* (div yld) das empresas, onde os resultados são expostos de forma individualizada por empresa, como também, pela média por segmento.

Tabela 2 – Variáveis de retorno

Mercado	Nome	Retorno	Média de Retorno do Segmento	Div Yld	Média de Div Yld do Segmento
Novo Mercado	Arezzo Co	11,21%		14,01	
	B2W Digital	-0,90%		0	
	Le Lis Blanc	-6,61%		0	
	Lojas Marisa	-8,00%	3,35%	0,45	4,6
	Lojas Renner	13,38%		8,11	
	Natura	1,67%		7,34	
	Profarma	-1,82%		0	
	Raia Drogasil	17,85%		6,9	
Outros	Lojas Americ	2,77%		2,04	
	Advanced-Dh	-5,86%	2,23%	0	1,9
	Dufry AG	3,06%		0	
	Guararapes	8,96%		5,58	

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Nota-se que não existe um padrão de retorno em função do segmento de listagem em que cada ação se posiciona, coincidindo com os resultados do estudo de Francisco e Santos (2014). As empresas que apresentaram os melhores retornos foram: Raia Drogasil (17,85%) e as Lojas Renner (13,38%), empresas essas classificadas no segmento de Novo Mercado

(nível mais elevado de governança). Porém, as empresas que apresentaram menor retorno durante o período analisado, Lojas Marisa (-8,00%) e Le Lis Blanc (-6,61%), também pertencem ao mesmo segmento.

Ao analisar a média por segmento, as empresas classificadas no Novo Mercado apresentam retorno de 50,22% superior às demais. Diante dessas análises foi possível encontrar uma associação entre o retorno das ações através dos ganhos ou perdas de capital e o nível de governança corporativo das empresas listadas no setor de comércio da B3. Os resultados encontrados nessa variável corroboram com as evidências encontradas por Silva, Santos e Rodrigues (2016).

Quanto a variável Div Yld (*dividend yield*), observa-se que as 4 empresas que mais distribuíram dividendos (Arezzo Co 14,01; Lojas Renner 8,11; Natura 7,34 e a Raia Drogasil 6,9) pertencem ao Novo Mercado. Porém, também não existe um padrão de retorno em função do segmento de listagem nessa variável de Div Yld, uma vez que empresas (Guararapes 5,58 e Lojas Americanas 2,04) de níveis menos elevados de GC apresentaram resultados superiores a empresas classificadas no NM (Lojas Marisa 0,45 e as B2W Digital; Le Lis Blanc; Profarma, que não distribuíram dividendos).

Continuando a análise comparativa dos resultados da tabela 2, observa-se que, em média, as empresas com maior nível de governança corporativa distribuem cerca de 2,4 vezes mais dividendos (Div Yld) que as empresas de nível inferior. Desse modo, pode-se avaliar que as ações das empresas do setor comercial com melhores práticas de GC apresentam um desempenho superior e com um maior comprometimento na distribuição de dividendos.

Desta forma, conforme abordado no referencial teórico existem duas maneiras de obter ganhos no mercado de ações, partir da oscilação dos preços das ações, ou através do recebimento de *dividend yield* (rendimento do dividendo). A análise comparativa das variáveis retorno das ações e *dividend yield*, evidenciaram que existem indícios de que o nível de governança pode impactar positivamente sobre o valor de mercado da organização e na distribuição de dividendos (CAIXE; KRAUTER, 2014).

Além disso, percebe-se que as empresas com maiores retornos tendem a distribuir mais dividendos ou a compensar a diferença em um dos indicadores, como é o caso da Natura, que está em 7^a no ranking de melhores retornos e em 3^a lugar na distribuição de dividendos. Outro exemplo é a empresa Lojas Marisa, que apresenta o pior retorno da amostra, porém apresenta um *dividend yield* diferente de zero como forma de compensar a perda de riqueza patrimonial dos investidores. Estas compensações entre o retorno e o *dividend yield* também foram encontradas nos estudos de Silva; Santos; Rodrigues (2016).

Com isso, pode-se inferir que o nível de governança corporativo mais elevado está positivamente relacionado com a geração de proventos para os investidores no setor estudado, e que esses retornos podem ser através dos ganhos ou perdas de capital, através de rendimentos correntes (dividendos) ou por meio das duas variáveis, concomitantemente.

Porém, conforme abordado no referencial teórico, faz-se necessária uma análise dos riscos atrelados a esses segmentos, pois, para se obter os retornos, é necessário pagar um preço para que isso provavelmente ocorra, o qual é designado de risco, ou surpresa (que de certo modo determina o valor do retorno) e os investidores não estão disposto a incorrer riscos muitos elevados. Por consequência verifica-se que estas duas variáveis andam juntas, assim sendo faz-se necessários não apenas analisar o retorno das ações, e assim ambas em consideração.

4.2 Risco

A tabela 3, abaixo, evidencia os resultados consolidados da volatilidade dos ativos financeiros aferidos pelo desvio padrão e pelo *tracking risk* das empresas do setor comercial, listadas na B3.

Tabela 3 – Variáveis de risco

Mercado	Nome	Desvio Padrão	Média do Desvio Padrão do Segmento	Tracking Risk	Média do Tracking Risk do Segmento
Novo Mercado	Arezzo Co	9,41%		2,17%	
	B2W Digital	4,26%		3,42%	
	Le Lis Blanc	11,37%		4,42%	
	Lojas Marisa	2,25%	6,93%	2,75%	2,63%
	Lojas Renner	6,23%		1,53%	
	Natura	3,51%		2,14%	
	Profarma	1,70%		2,90%	
	Raia Drogasil	16,70%		1,71%	
Outros	Lojas Americ	1,80%		1,64%	
	Advanced-Dh	3,29%	20,72%	8,38%	3,64%
	Dufry AG	46,62%		2,37%	
	Guararapes	31,17%		2,17%	

Fonte: Dados da pesquisa, 2018.

Quanto às variáveis de risco (Desvio Padrão e *Tracking Risk*), observa-se na tabela 3 que, em média, as empresas do novo mercado apresentaram os menores riscos individuais, ou seja, foram as ações com menores incertezas dos retornos e, conseqüentemente, com menor volatilidade no período, demonstrando consistência com as expectativas pela adoção das melhores práticas de GC. Isso pode ser afirmado, pois as exigências de maior transparência e respeito aos *stakeholders*, constantes neste nível de GC, tendem a aumentar a segurança dos investidores (VIEIRA; MENDES, 2006). Tais evidências também foram encontradas em outros estudos (FRANCISCO; SANTO, 2014; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2016; ROCHA; CONTANI; RECO, 2018).

Segundo Caldeira (2014), o postulado clássico esperado pela racionalidade dos investidores é que as empresas que incorrerem em maiores riscos devem ser compensadas com maiores retornos, ou seja, os retornos são proporcionais aos riscos assumidos. Os resultados encontrados na variável desvio padrão corroboram com a teoria, uma vez que, das 6 empresas que apresentam os maiores riscos (Dufry AG 46,62%; Guararapes 31,17%; Raia Drogasil 16,70%; Le Lis Blanc 11,37%; Arezzo Co 9,41%; Lojas Renner 6,23%), 5 delas entregam os maiores retornos. A única empresa que está entre as 6 com maiores riscos que não apresentou um resultado positivo foi a Le Lis Blanc, que, apesar de pertencer ao novo mercado, apresentou o 2º pior retorno.

Ao fazer uma pesquisa para tentar encontrar uma explicação sobre o comportamento adverso da empresa Le Lis Blanc, percebeu-se que, segundo Lima (2015), o grupo Restoque, dono da loja de moda feminina Le Lis Blanc, teve que pagar, em 2013, uma indenização por danos morais coletivos pelo trabalho análogo à escravidão encontrado em sua cadeia produtiva. Segundo o autor, em uma blitz feita pelo Ministério do Trabalho, Ministério Público do Trabalho e a Receita Federal foram encontrados em oficinas de costura clandestinas 28 trabalhadores em regime degradante produzindo peças para duas marcas da rede: a Le Lis Blanc e Bourgeois Bohême.

O fato citado pode explicar o desempenho negativo da empresa Le Lis Blanc, pois o pressuposto teórico no mercado de capitais relata que os investidores são mais “sensíveis” aos ativos dos quais possui poucas informações evidenciadas (fundamentos) ou que a organização apresente um baixo nível de credibilidade. Assim, quaisquer alterações nas condições de mercado ou na imagem institucional da empresa pode alterar a confiança dos investidores (PINHEIRO, 2010).

Observa-se, também, na tabela 3 que as duas empresas que apresentaram maiores índices de desvio padrão (Dufry AG 46,62% e Guararapes 31,17%) não pertencem ao novo

mercado, logo se pode perceber que as empresas incorreram riscos individuais muito elevados para devolverem retornos do tipo ganhos de capital aos seus investidores.

O índice *Tracking Risk* apresentado revela que as empresas listadas em níveis inferiores de governança corporativa, em geral, apresentam variações superiores, se comparadas com as empresas listadas no nível mais elevado de GC. A empresa Lojas Renner (NM) apresentou a menor variação da ação, comparada ao índice de referência (IBOVESPA), 1,526%, ao passo que a maior variação foi obtida pela empresa Advenced-Dh, do segmento tradicional, com 8,37%.

Os resultados encontrados vão de encontro aos achados por Vieira e Mendes (2006) e Silva et al. (2016). Os pesquisadores encontraram evidências que as empresas que optam por aderir as melhores práticas de GC apresentam uma menor discrepância em seus resultados. Ainda, os trabalhos demonstram uma superioridade das organizações com boa governança, e que o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que está estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas.

O gráfico 1 apresenta os coeficientes Betas das amostras utilizadas para o setor de comércio. Segundo o site da Infomoney (2018), este indicador mostra a relação da oscilação de um ativo com a flutuação no mercado. Desta forma, o beta é uma medida muito importante que determina a sensibilidade das ações de uma empresa em relação ao índice a que estão atreladas, ou seja, irá indicar o quanto a ação está exposta ao mercado. Nesse trabalho, o índice é o IBOVESPA.

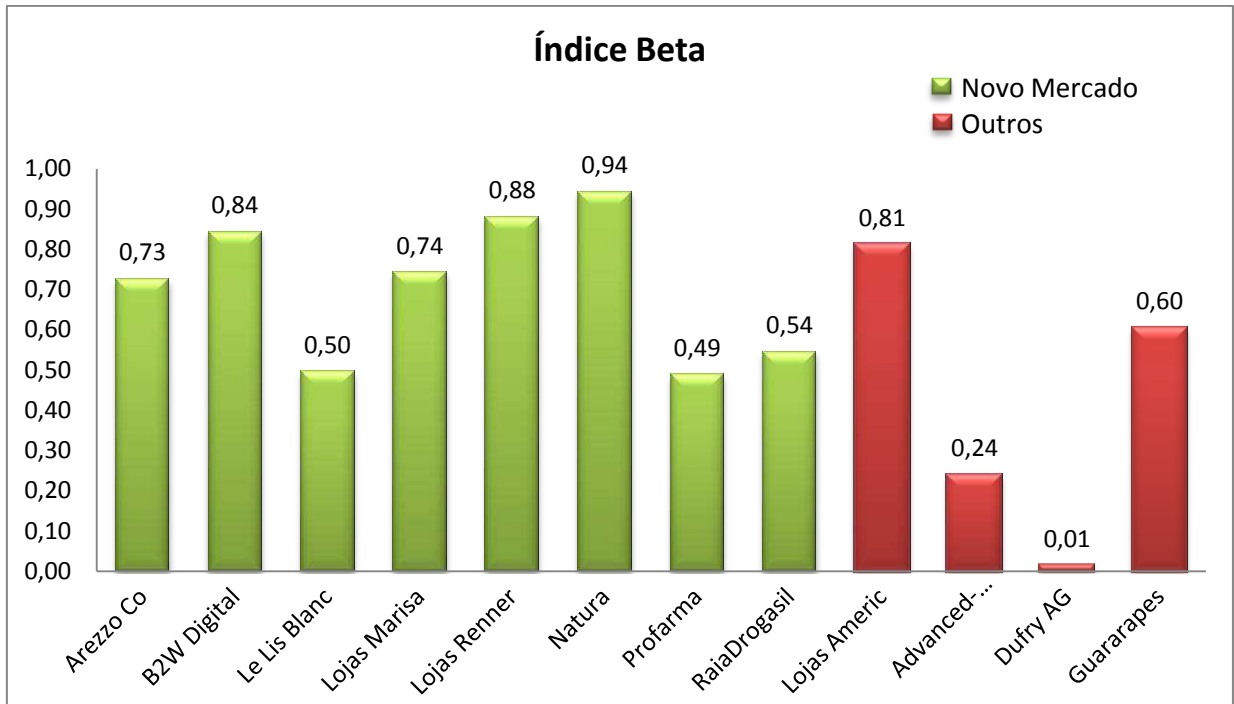


Gráfico 1 - Resultados dos índices betas das amostras.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

Ao analisar o gráfico 1, pode-se perceber que todas as empresas apresentam Coeficiente Beta inferior a 1, o que significa que as empresas estudadas apresentam um ativo caracteristicamente “defensivo”, ou seja, possuem uma oscilação inferior ao mercado, essa característica também foi encontrada no estudos de Francisco e Santos (2014) para o setor de energia elétrica.

Essa medida defensiva pode ser característica do setor estudado, uma vez que, segundo o site da Infomoney (2018), é peculiar a presença de betas entre 0 e 1 em setores mais consolidados ou em segmentos que dependem de fatores mais estáveis, como os de bens de consumo e varejo, o que pode proporcionar uma medida atraente para investidores mais conservadores. É também preferível que, em épocas de crise, os ativos sejam mais defensivos, já que os mesmos podem ser influenciados pela grande oscilação que, por ventura, aconteça no mercado (SROUR, 2005).

As empresas do novo mercado apresentaram, em média, um beta igual a 0,708, frente a 0,416 dos níveis inferiores. Apesar de representar uma medida de risco, isso não significa que uma maior oscilação das ações das empresas do novo mercado represente um pior resultado de desempenho de risco, uma vez que o índice beta mede a relação entre a variação do retorno de uma ação (ativo) e o IBOVESPA (mercado). Portanto deve ser levado em consideração qual foi o sentido da oscilação do mercado.

Ao analisar a oscilação do índice do Ibovespa no período de 2015 a 2017, percebe-se que ela apresentou, em média, um retorno anual positivo de 17,31%. Portanto, significa dizer que, para uma subida de 1% no IBOVESPA, as empresas do novo mercado tendem a subir em média 0,708% e as dos outros mercados apenas 0,416%. Com isso, pode ser inferido que as empresas do novo mercado obtiveram melhores resultados para essa variável no período analisado diante de uma oscilação positiva do mercado. Caso a oscilação do IBOVESPA tivesse sido negativa as empresas dos níveis inferiores teriam apresentado um melhor resultado.

No entanto, a análise isolada do risco e retorno pode não expressar o real desempenho dos ativos, em função da possibilidade de diversificação do risco, fazendo-se necessário analisar a relação do retorno ajustado ao risco (SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017).

4.3 Retorno ajustado ao risco

Para verificar o retorno de mercado ajustado ao risco, foram utilizados três índices: o índice de Sharpe (IS), o índice de Treynor (IT) e o índice de *Information Ratio* (IR).

Tabela 4 – Índices de desempenho de retorno ajustado ao risco e quantidade de ações negociadas

Mercado	Nome	Sharpe (IS)	Média de IS do Segmento	Treynor	Média de IT do Segmento	Qts Negociadas
Novo Mercado	Arezzo Co	0,70%	0,35%	41,18%	16,10%	610628
	B2W Digital	0,04%		3,32%		2020301
	Le Lis Blanc	-0,04%		-6,75%		138886
	Lojas Marisa	-0,40%		-28,22%		342807
	Lojas Renner	0,98%		39,41%		6837957
	Natura	0,01%		0,65%		3990859
	Profarma	-0,13%		-13,49%		151088
	Raia Drogasil	1,60%		92,68%		4605304
Outros	Lojas Americ	0,01%	0,27%	0,35%	98,45%	1718856
	Advanced-Dh	0,52%		326,52%		65077
	Dufry AG	0,01%		31,57%		593368
	Guararapes	0,53%		35,35%		110911

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

As empresas que apresentam os melhores resultados no índice de Sharpe pertencem ao segmento de NM, sendo elas: Raia Drogasil (1,60%), Lojas Renner (0,98%) e a Arezzo (0,70%). Pode-se dizer que esses fundos oferecem, respectivamente, prêmios de 1,6, 0,98 e 0,7 para cada 1 ponto de risco em que o investidor estiver exposto. Ou seja, para cada 1 ponto de risco que os investidores estiveram expostos no passado gerou prêmios de 1,6, 0,98 e 0,7 pontos de rentabilidade acima daquela que os mesmos investidores teriam recebido, caso tivessem optado por um investimento livre de risco (MAESTRI; MALAQUIAS, 2018).

As Lojas Marisa (-0,40%) e a Profarma (-0,13%) também pertencem ao novo mercado e apresentam as piores performances de IS, porém, vale salientar que essas empresas apresentaram retornos negativos e estão entre as 3 que apresentam menores desvios padrões. Logo, verifica-se que as empresas incorreram menores riscos para tentar minimizar os prejuízos nos retornos, pois riscos mais elevados poderiam piorar ainda mais seus desempenhos.

Nem sempre um retorno positivo significa uma melhor performance. Esta ideia é exposta na tabela 5, abaixo:

Tabela 5 – Síntese comparativa do desempenho de duas empresas

Nome	Mercado	Retorno	Desvio Padrão	Sharpe (IS)
B2W Digital	NM	-0,90%	4,26%	0,04%
Dufry AG	Outros	3,06%	46,62%	0,01%

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

Conforme a tabela 5, a empresa Dufry AG apresentou um maior retorno que a empresa B2W Digital, mas também teve o maior risco medido por sua volatilidade de 46,62%. Ao avaliar a relação dos retornos ajustados aos riscos dos investimentos através do IS, pode se perceber que a empresa B2W Digital obteve um maior índice. Isso significa que, enquanto que a B2W Digital está pagando 0,04 pontos de rentabilidade para cada 1 ponto de risco assumido, a empresa Dufry AG está pagando apenas 0,01. Ou seja, apesar do

retorno negativo, a empresa B2W Digital entregou o maior prêmio por cada unidade de risco corrido pelo investidor.

De acordo com os dados apresentados na tabela 4, em média, os resultados apontam que as empresas com níveis mais elevados de governança corporativa apresentam maior Índice Sharpe (0,35), comparado com as empresas de níveis inferiores (0,27). Isso significa que, em média, para cada unidade de risco incorrido pelas empresas do setor de comércio listadas no novo mercado da amostra, o retorno entregue excedeu o ativo de livre de risco em 0,35%. Os resultados alinham-se com os achados de outros autores (CAIXE; KRAUTER, 2014; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2016).

Diferentemente do IS, que utiliza o desvio padrão da taxa de retorno das ações como medida de risco para se calcular o retorno de mercado ajustado ao risco, o índice de Treynor considera como medida de risco, o risco sistemático (Beta) que cada ativo individualmente está exposto (SILVEIRA; SANTOS; RODRIGUES, 2017). Em outras palavras: quando utilizamos o desvio padrão, estamos usando o risco total; quando utilizamos o beta, estamos usando o risco proveniente de mudanças no cenário macroeconômico que afetam todos os ativos (exemplos: Inflação, taxa de câmbio, juros, PIB).

Como pode ser vista na tabela 4, das 4 empresas que apresentaram os melhores resultados para índice de Treynor (Advanced-Dh 326,52%; Raia Drogasil 92,68%; Arezzo 41,18%; e Lojas Renner 39,41%), 3 delas pertencem ao novo mercado. A empresa Advance-Dh, pertencente ao mercado tradicional, apresentou o melhor resultado entre as 4 empresas, porém esse resultado pode ser explicado porque a empresa apresenta o menor beta, cujo resultado foi influenciado pelo fato da empresa não apresentar a mesma liquidez das ações frente às demais, influenciado pelo volume de títulos movimentados, corroborando com a literatura (FRANCISCO; SANTO, 2014; SILVA; SANTOS; RODRIGUES, 2016).

Em média geral as empresas que se enquadram em níveis menos elevados de governança corporativa apresentaram o melhor resultado para o IT, porém, vale salientar que as duas empresas que apresentam a melhor quantidade de títulos negociados (Advanced-dh 65.077 e Guararapes 110.911) também pertencem a esse mercado, logo o resultado do Índice de Theynor pode ter sido influenciado pela baixa liquidez das suas ações, frente às demais. Se houver a desconsideração dessas duas empresas, pelos motivos explicados, em média, o índice de Treynor das empresas classificadas no Novo Mercado é superior que as empresas classificadas em outros segmentos.

Outra medida de desempenho que analisa a relação de retorno ajustado ao risco é o índice *Information Ratio*. Conforme Silva et al (2016) O índice *Information Ratio* mede o valor adicional de retorno em relação ao *benchmark* por unidade adicional de risco. Ou seja, essa medida permite avaliar em que medida e com que frequência um gestor ultrapassa os seus valores de referência. No gráfico 2, abaixo, está a representação desse índice.

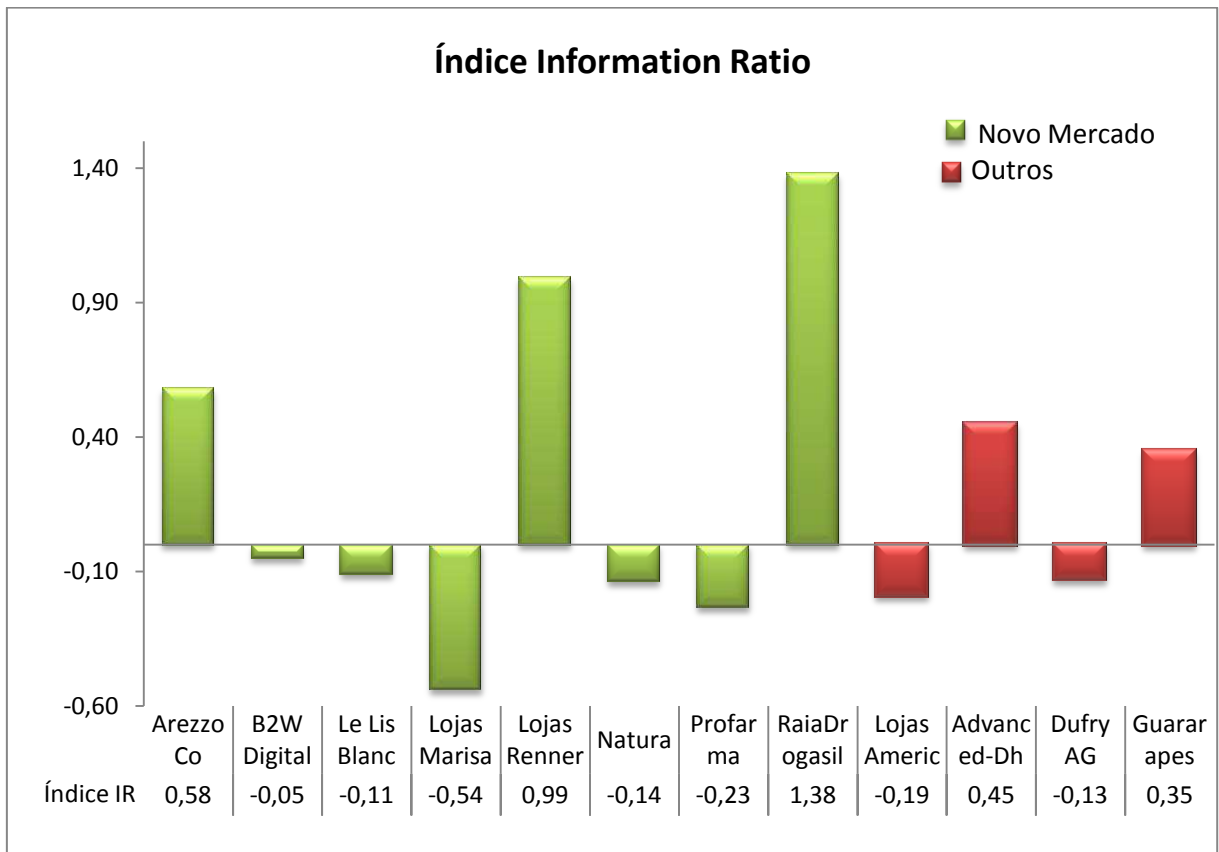


Gráfico 2 – Resultados dos índices de Information Ratio da amostra.

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

Conforme pode ser observado no gráfico 2, as empresas classificadas no segmento de novo mercado: Raia Drogasil (1,38); Lojas Renner (0,99), e a Arezzo (0,58), apresentam os melhores valores adicional ao Benchmark da amostra analisada. Isso significa que essas empresas apresentam uma participação do gestor ativa (a liberdade que toma um gestor para investir em ativos fora do índice de referência) e que estão conseguindo entregar uma rentabilidade acima do mercado (WU, 2015).

Tabela 6 – Índices de desempenho *Information Ratio*

Mercado	Nome	Information Ratio (IR)	Média de IR do Segmento
Novo Mercado	Arezzo Co	0,58	0,2354
	B2W Digital	-0,05	
	Le Lis Blanc	-0,11	
	Lojas Marisa	-0,54	
	Lojas Renner	0,99	
	Natura	-0,14	
	Profarma	-0,23	
	Raia Drogasil	1,38	
Outros	Lojas Americ	-0,19	0,1211
	Advanced-Dh	0,45	
	Dufry AG	-0,13	
	Guararapes	0,35	

Fonte: Dados da Pesquisa (2018).

De acordo com os dados apresentados na tabela 6, ao calcular a média geral do segmento, percebe-se que as empresas do novo mercado apresentam um índice de *Information Ratio* com variação de 94,38% superior as empresas classificadas em outros níveis com ganho em relação ao *Benchmark*. Ou seja, as empresas com melhores práticas de GC apresentam um melhor valor acrescentado pelo gestor, medido por uma rentabilidade acima do mercado e com menos volatilidade. Esses achados também foram encontrados por Silva et al. (2016) para o setor bancário.

De maneira geral, se aceita a hipótese de que as ações das empresas listadas na B3 do setor de comércio com melhores níveis de Governança Corporativa têm melhores índices de desempenho de risco e de retorno em comparação com aquelas classificadas em níveis inferiores. Os resultados atestam a discussão ao longo da base teórica deste trabalho, que afirma que a governança corporativa proporciona a maximização do empreendimento, minimizam os riscos e maximiza a probabilidade dos investidores em auferirem para si o retorno sobre seus investimentos realizados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de capitais é um dos grandes aliados no desenvolvimento econômico de um país, para isso se faz necessário alocar recursos para as empresas de diversos setores que estejam aptas a receber tais investimentos. Caso essas entidades tenham auferido ganhos progressivos, a economia nacional se beneficia, pois gera mais riquezas.

Para que tenhamos em nosso país um mercado de capitais forte e operante, similar aos dos países desenvolvidos, é necessário investimentos realizados neste mercado que captem recursos para transformar investimentos em futuros retornos econômicos.

O investidor que escolhe o mercado de ações como forma de investimento têm como perspectiva um maior retorno para o seu ativo, levando em consideração os riscos inerentes a sua escolha, pois disponibilidades de fontes de recursos de financiamento por parte dos investidores dependem essencialmente da confiança no empreendimento investido.

A criação dos níveis diferenciados de governança corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – teve como um de seus principais argumentos a mudança na imagem institucional da empresa, que seria provocada pelo cumprimento das rígidas normas de governança corporativa. Criar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

A governança corporativa é fundamental para manter o equilíbrio em uma organização, além de ser uma ferramenta de controle e equidade de direitos e deveres, alinhando os interesses dos *stakeholders*, visando, com isso, o desenvolvimento da entidade e o retorno para os investidores, pois, a utilização das melhores práticas de governança proporciona maior transparência e segurança nas decisões que norteiam a organização e nas informações fornecidas para a tomada de decisão.

Porem nem sempre a prática reflete a teoria aplicada, no que tange aos conceitos clássicos que demonstram que as empresas com melhores práticas de GC tendem a apresentar melhores desempenhos. As pesquisas realizadas sobre o assunto mostram resultados mistos, fazendo-se necessárias maiores investigações sobre o assunto.

Diante desse contexto esse trabalho teve como objetivo analisar o desempenho comparativo entre as ações de empresas ativas listadas no setor comercial da B3 com os diferentes segmentos de governança corporativa.

Para analisar o desempenho das ações das empresas através da comparação risco x retorno, as empresas foram divididas em dois tipos de segmento (novo mercado e outros),

sendo avaliadas, comparativamente, através das medidas tradicionais de análise de desempenhos dos ativos financeiros, que foram: Retorno, medido através ganhos ou perdas de capital ou de *Dividend Yield*; o risco, medido pelo desvio padrão, Tracking Risk e o beta; o retorno ajustado ao risco avaliado pelos indicadores de índice de *Treynor*, Índice de Sharpe e o índice *Information Ratio*.

Os resultados dessa pesquisa foram adeptos aos preceitos teóricos que as organizações com maiores níveis de governança no seu processo de gestão tendem a apresentar melhores desempenhos, fruto provavelmente da maior transparência das informações prestadas, tratamento igualitário dos investidores e medidas de fiscalização dos agentes. Contudo, observou-se casos de empresas listadas novo mercado com resultados inferiores a empresas listadas em segmento tradicional.

As medidas de desempenho evidenciaram que, em média, as empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam menor volatilidade dos ativos e o maior retorno patrimonial das ações, possivelmente, fruto de normas mais rígidas de governança corporativa nesse segmento. Essa situação permitiu elevar o desempenho de diferentes empresas ou minimizar os reflexos de casos com retornos inferiores à média.

Sendo assim, esta pesquisa traz como implicação gerencial a importância de maior disseminação das boas práticas de GC junto às entidades, como forma de tornar o processo de gestão mais transparente e com maior engajamento dos *stakeholders*, pois esta decisão traz reflexos na percepção dos investidores em relação ao risco atrelado ao investimento, como também, contribuindo para a disseminação de informações que possam contribuir para uma melhor performance das organizações.

Porem vale salientar que as melhores práticas de governança corporativa não produz ou, traz por si só, maior desempenho financeiro, pois não se trata de um modelo de negócios, mas de uma forma de fazer gestão. É necessário que os administradores utilizem os mecanismos da boa governança para incorrem em melhorias administrativas que resultem em melhores resultados.

A principal dificuldade do estudo foi encontrar um setor que apresentasse boa representatividade na quantidade de empresas enquadradas no Novo Mercado e nos Níveis inferiores, ao qual mantiveram ações negociadas durante todo período analisado e que não foram encontrados trabalhos anteriores utilizando a metodologia empregada nessa pesquisa.

Ao utilizar essa mesma metodologia em outras amostras é imprescindível que outros resultados possam ser encontrados, já que as evidências não podem ser estendidas sem considerar o contexto setorial e a limitação temporal. Portanto as evidências encontradas e discutidas neste estudo devem ser consideradas respeitando-se os limites da metodologia aplicada, do período e da amostra utilizada. Logo os resultados obtidos se aplicam somente a estas empresas e para o período analisado.

Diante desse contexto, torna-se necessário ressaltar a importância de serem realizadas outras pesquisas para se aprofundar neste tão importante tema. Há diversos caminhos que podem e devem ser trilhados tais como: Analisar qual setor da economia apresenta melhor desempenho das ações associado às práticas de governança corporativa; Analisar a relação entre a composição do Conselho Administrativo com o valor/desempenho das companhias; Verificar quais mecanismos de GC são mais eficazes no desenvolvimento das empresas e na captação de recursos; e Verificar quais práticas de GC os investidores procuram analisar antes de realizarem seus investimentos.

REFERÊNCIAS

ABRANTES, E. E. R. **A relação entre os níveis de governança corporativa e a rentabilidade das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2014. 43 f. Monografia apresentada na universidade Federal de Campina Grande para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, Sousa-PB.

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na Bovespa: Evidências empíricas. **Revista de Administração – USP**, São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, out./dez. 2004.

AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, n.3, pp. 488-500, Aug, 1970.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa, fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo, Atlas, 09/2014.

BESARRIA, C. N. et al. A qualidade das informações prestadas pela empresa reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. **RACE**, Unoesc, v. 14, n. 1, p. 11-38, jan./abr. 2015.

BINOTTO, J. M. **Seleção e operação ótima de tecnologia para o aproveitamento de biogás na geração de energia elétrica**. 2017. 85 p.. Dissertação (Mestrado em Engenharia Elétrica e Computação) - Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Campus de Foz do Iguaçu, 2017.

BM&FBOVESPA. **Comparativo dos segmentos de listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acessado em: 19 ago. 2017.

BM&FBOVESPA. **Novo mercado**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acessado em: 19 ago. 2017.

BM&FBOVESPA. **O segmento de listagem Nível 2**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-2/>. Acessado em: 19 ago. 2017.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem nível 1**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1/>. Acessado em: 19 ago. 2017.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acessado em: 19 ago. 2017.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre Governança Corporativa e Valor de Mercado: Mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v.11, n.1, p.96-117, Jan./Mar. 2014.

CALDEIRA, J. F.; MOURA, G.; PORTELA, A.; TESSARI, C. (2014). Seleção de Carteiras com modelos fatoriais heterocedáticos: Aplicação para fundos de fundos multimercados. **Revista Administração Mackenzie**, 15(2), 127-161.

CLEMENTE, A.; ANTONELLI, R. A.; SCHERER, L. M.; CHERBIM, A. P. M. S. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? . **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 11, n. 2, p. 140-152, abr./jun. 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CMV). **Recomendações da CMV sobre governança corporativa**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acessado em: 12 ago. 2017.

COSTA, A. R.; CAMARGOS, M. A. Análise empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA sobre o retorno dos acionistas. **Revista de Gestão USP**, v. 13, n. 1, p. 31-42, 2006.

COSTA, G. S. **A Influência da Governança Corporativa no Desempenho Econômico em Empresas de Capital Aberto no Brasil**. 2008. 156 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia. Porto Alegre, 2008.

CUNHA, M. A. M. L. **Relação entre níveis de governança corporativa e criação de valor para o acionista**. XX SEMEAD - Seminário em Administração, FEA-rp/USP, Nov. de 2017.

FERREIRA, N. S. A. **As pesquisas denominadas "estado da arte"**. Educação & sociedade, v. 23, n. 79, p. 257-272, 2002.

FERREIRA, R. do N.; SANTOS, A.C. dos; LOPES, A. L. M.; NAZARETH, L. G. C.; FONSESA, R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.

FRANCISCO, M. L.; SANTOS, D. F. L. Os efeitos da governança corporativa no desempenho das empresas de energia elétrica do Brasil. In: X Congresso Nacional de Excelência em Gestão, 2014, Niterói. **Gestão e Design de Produtos e Serviços para a Sustentabilidade**. Niterói: UFF, 2014. V. 1. P. 1-18.

FUENZALIDA, D.; MONGRUT, S.; ARTEAGA, J. R.; ERAUSQUIN, A. Good Corporate Governance: Does it pay in Peru?. **Journal of Business Research**, 66, p.1759-1770, 2013.

GARCIA, R. L.; TAVARES, C. K. Empresa familiar e a governança corporativa: breves apontamentos sobre as estruturas de gestão das empresas familiares. **Revista de Estudos e Pesquisas Avançadas do Terceiro Setor**, Brasília, v. 4, n. 1, p. 481-516, Jan-Jun,2017.

GEOCZE, Z. B. Níveis diferenciados de governança corporativa e o efeito sobre o risco de suas ações. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-23, 2010.

GITMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira. 12. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

INFOMONEY. **Beta**: saiba como esse indicador pode medir o risco de seu investimento. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/482337/beta-saiba-como-esse-indicador-pode-medir-risco-seu-investimento>>. Acessado em: 13 fev. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acessado em: 12 ago. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Origem da Governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca>>. Acessado em: 08 jan. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Princípios básicos.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa/principios-basicos>>. Acessado em: 12 ago. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Principais modelos.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>>. Acessado em: 08 jan. 2018.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.] v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

LEAL, M. J.; CAMURI, W. C. A governança corporativa e os modelos mundialmente praticados. **Revista de Ciências Gerenciais**, São Paulo; v. 12, n. 15, p. 59-74, 28 fev. 2008.

LIMA, A. C. de. Desempenho dos Fundos de Investimento do tipo Previdência Privada e sua Sustentabilidade à Variação da Taxa de Juros. **Revista de Administração Mackenzie**, v.7, n.2, p. 61-77, 2006.

LIMA, C. R. N. de. A. **Escravos da moda.** 2017. 151 p. Dissertação (Mestrado na área de especialização em ciências jurídico-empresariais, menção em direito laboral) - Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2015.

MAESTRI, C. O. N. M.; MALAQUIAS, R. F.. Aspectos do gestor, alocação de carteiras e desempenho de fundos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 29, n. 76, p. 82-96, 2018.

MARQUES, S.; SILVA, W. V.; CORSO, J. M. D.; DALAZEN, L. L. Comparação de desempenhos de carteiras otimizadas pelo modelo de Markowitz e a carteira de ações do IBOVESPA. **Revista evidência contábil & finanças** – João Pessoa- v.1- n. 1- pág.20-37- jan./jun. 2013.

MENDES, D. A. A. **Análise ótima para um portfólio de investimentos:** um estudo de caso aplicando o modelo de markowitz. 2014. 80 f. Monografia apresentada na universidade

Federal de Campina Grande para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, Sousa-PB.

OLIVEIRA, D. de P. R. de. **Estrutura organizacional**: uma abordagem para resultados e competitividade. São Paulo: Atlas, 2006.

PINHEIRO, L. J. **Mercado de capital**. 5 ed. São Paulo: Atlas 2010.

ROCHA, G. A. P.; DO ROSÁRIO CONTANI, E. A.; DA SILVA RECO, T. L. Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 15, n. 3, p. 230-252, 2018.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa**: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências, 7ª edição. Atlas, 09/2014.

SANTOS, R.O. **Análise de retorno e risco em fundos de investimento dos bancos públicos brasileiros**,(2010). Trabalho de conclusão de curso, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.

SILVA JUNIOR, C. P. da; MACHADO, M. A. V. A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 7, n.3, p. 8-20, set./dez. 2015.

SILVA, A. L. C. da. **Governança corporativa e sucesso empresarial**: melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, F. B.; SANTOS, D. F. L.; RODRIGUES, S. V. Desempenho comparativo das ações de empresas com governança corporativa entre os setores bancário e industrial. **Revista Raunp**, v. 8, n. 2, p. 48-65, dez.2015/maio.2016.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. G., SANTOS, D. F. L., RODRIGUES, S. V. Análise do desempenho das ações do setor do agronegócio na BM&FBOVESPA. **Revista de Administração IMED**, Passo Fundo, vol. 7, n. 1, p. 158-179, Jan.-Jun. 2017.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil, 2004, 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. 152 f. Dissertação (mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de empresas**, São Paulo, v.43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SOUZA, G. H. S. de. et al. Corporate governance and performance Fo the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. **Revista de Negócios**, v.20, n. 1, p. 13-28, Abril, 2015.

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

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiros**. Organização em contexto, São Paulo, v. 2, n.3, p. 48-67, 2006.

WU, X. **Análise comparativa das medidas de avaliação de desempenho ajustadas ao risco**: o estudo dos fundos de ações europeias no período 2001 a 2015. 2015. 99 p. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Universidade Portuguesa, Porto, 2015.