

**CENTRO UNIVERSITÁRIO DE GOIÁS – Uni-ANHANGUERA
PRÓ-REITORIA DE ENSINO PRESENCIAL – PROEP
SUPERVISÃO DA ÁREA DE PESQUISA CIENTÍFICA – SAPC
CURSO DE BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO
EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO**

**João Victor Vieira Taveira
Adriane Mamede Rabelo de Souza
Orientador: Dr. Ednilto Pereira Tavares Júnior**

**GOIÂNIA
JUNHO/2020**

JOÃO VICTOR VIEIRA TAVEIRA
ADRIANE MAMEDE RABELO DE SOUZA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO
EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho final de curso apresentando e julgado como requisito para a obtenção do grau de bacharelado no curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário de Goiás – Uni-ANHANGUERA na data de 23 de junho de 2020.



Dr. Ednilto Pereira Tavares Júnior (Orientador)
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE GOIÁS – Uni-ANHANGUERA



Prof. José Donizet Lobo (examinador)
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE GOIÁS – Uni-ANHANGUERA



Prof. Gélcio Mendes Ferreira (examinador)
CENTRO UNIVERSITÁRIO DE GOIÁS – Uni-ANHANGUERA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO

João Victor Vieira Taveira ¹
Adriane Mamede Rabelo de Souza²
Dr. Ednilto Pereira Tavares Júnior³

Resumo: O desempenho econômico-financeiro heterogêneo das empresas brasileiras listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3 S.A.) estimulou a pesquisa do tema no qual se inseri este artigo, que visa investigar se a Governança Corporativa (GC) em nível diferenciado provoca a valorização de mercado destas empresas. A definição da amostragem partiu da utilização de filtro de migração para se chegar ao número de 21 empresas que migraram para o nível Novo Mercado, a amostra final contemplou 12 empresas de diversos setores, utilizando os valores das ações como indicador no período de dois anos antes e dois anos após a migração, onde foram coletados apenas os valores das ações ordinárias, ou seja, ações com direito a voto. A metodologia de forma geral tratou-se de pesquisa explicativa e quantitativa, onde foram apresentadas informações com fundamentos teóricos relevantes que confirmam a importância da Governança Corporativa para o desempenho empresarial, a coleta dos dados relativos aos valores das ações como indicador para análise do valor de mercado das empresas demonstrou que a evolução do valor das ações, divergem de um segmento pra outro e apresentaram características específicas do mercado de capitais brasileiro como o controle acionário.

Palavras-Chave; Governança Corporativa. Níveis diferenciados. Gestão. Valor de mercado. Ações e Acionistas.

1 INTRODUÇÃO

A estratégia deve ser um guia que fixa a direção que a empresa deverá seguir para alcançar resultados consistentes e a alta gestão vem definir as diretrizes dos planos de ação futuros que propiciam um padrão de consistência nas ações das organizações ao longo do tempo (Mintzberg, 2006). Vários fenômenos globais contribuíram para que a alta gestão se tornasse o principal foco de discussão no mundo atualmente.

¹ Discente do curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário de Goiás – Uni-ANHANGUERA. Lattes: Sem Link. Orcid: Sem Número. E-mail: Joaovictorvt@hotmail.com.

² Discente do curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário de Goiás – Uni-ANHANGUERA. Lattes: Sem Link. Orcid: Sem Número. E-mail: Adriane_mamede@hotmail.com.

³ Professor do Centro Universitário de Goiás – Uni-ANHANGUERA. Doutor/a em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília. Mestre/a em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília que se titulou. Especialista em Especialização em Análise e auditoria das demonstrações contábeis pela Universidade Estadual de Goiás. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6325253108250565> Orcid: Sem Número. E-mail: Edniltojunior@gmail.com.

Os mais recentes como a Onda de aquisições hostis nos Estados Unidos nos anos 1980, a série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa, (Becht, Bolton & Roell, 2003), somado a estes acontecimentos a crise financeira global de 2008, a complexidade da crise e a hiper competição do mercado fez com que as empresas buscassem novos meios de sobrevivência (Silveira, 2010)

A partir deste momento as organizações direcionaram seu foco para os recursos intangíveis, como a experiência, o conhecimento e a governança corporativa (GC) que então se torna uma ferramenta importante na geração de novos recursos, pois, mais importante que o estoque atual de recursos é a capacidade de criar, combinar e acumular novos recursos em novas configurações capazes de gerar fontes de renda adicionais e de alavancagem contínua, (Vasconcelos & Cyrino, 2000).

A GC pode ser compreendida como um sistema de valores comprometidos com a administração da empresa em todas as suas relações, sejam elas internas ou externas. E sua aplicação é, principalmente, na transparência em que a organização é dirigida, e evidência sua responsabilidade perante a sociedade. Neste sentido a gestão é fundamental pois os recursos a serem gerados agora são de gerenciamento de competências e capacidade de aprendizado e isto exige do gestor habilidades que construam e alavanquem essas competências (Assaf, 2006).

Para que os aplicadores de recursos financeiros se assegurassem do retorno que teriam ao investir em uma empresa necessitavam de ferramentas que lhes garantissem este retorno, a governança corporativa é uma ferramenta que além de ser capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro de uma entidade assegura o retorno desses investimentos (Tavares, 2006).

A Brasil Bolsa Balcão (B3) criou então um programa de classificação por níveis de GC a fim de evidenciar o desempenho das companhias, através do Informe de Governança e para incentivar a adoção de boas práticas de Governança e atrair investidores implementa níveis ou segmentos diferenciados de GC (B3, 2015), o que leva ao objetivo da presente pesquisa que é analisar se a participação em níveis diferenciados de GC provoca maior valor de mercado destas empresas, através da análise do valor de suas ações antes e após a mudança de nível de GC.

O nível Novo Mercado é o nível mais elevado de classificação criado pela B3, e se tornou referência em transparência e respeito aos acionistas, as organizações listadas em nível Novo Mercado se comprometem de maneira voluntária a adotar um conjunto de práticas de governança adicional ao que é exigido pela legislação brasileira (Almeida, Scalzer & Costa, 2008), sendo assim, as companhias não podem buscar investidores sem oferecer proteção e

transparência e isso gera custos não só para entrada dessas empresas, mas para se manterem em nível diferenciado de GC, supondo que o resultado para manter a boa governança compense, propõe-se o seguinte questionamento: a participação em níveis diferenciados de GC provoca um maior valor de mercado para as companhias?

A reputação organizacional de uma empresa tanto agrega valor empresarial a longo prazo, quanto pode ser considerada um ativo intangível (Roberts & Dowling, 2002), a exposição na mídia demonstrando os investimentos em sustentabilidade trazem potenciais resultados positivos para as empresas devido à exposição, mas na literatura não se chegou a um consenso sobre a forma mais fidedigna de mensuração da reputação corporativa (Belloque, Romaro & Belloque, 2010).

Estudos baseados em componentes que podem influenciar a mensuração, são necessários a fim de trazer clareza para os investidores, acionistas e stakeholders, os componentes que podem influenciar nos índices contábeis podem ser decompostos, partindo deste pressuposto pode-se gerar um diafragma de índices, (Assaf, 2006). A prática da alta GC quando instituída, principalmente através de adesão a segmentos de bolsas de valores, demonstra que o resultado econômico e a liquidez das organizações melhoram, (Procianoy & Verdi, 2009).

É evidente que estas afirmações merecem pesquisas atualizadas que tragam resultados consistentes, através de coletas de dados mais recentes pois o mercado é dinâmico. Com base em estudos que utilizaram a GC para aplicação de métodos de mensuração de desempenho econômico e financeiro das empresas listadas, esta pesquisa utilizou os valores das ações, coletados dois anos antes e dois anos após a mudança de nível de GC destas empresas para o nível Novo Mercado, com o objetivo de analisar se o valor de mercado destas empresas, aumentou, se manteve ou diminuiu.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Conceitos De Governança Corporativa

Com o dinamismo do comércio e a expansão das transações financeiras em escala global fez-se necessária a dispersão da propriedade, desta dispersão surgiram divergências no relacionamento entre os principais proprietários e administradores ou detentores de pequeno número de ações, considerando que as partes buscam maximização de interesses pessoais se tornou-se inevitável os conflitos de agências (Bianchi, 2005),

O conflito de agências envolve conflitos de interesses dos principais proprietários e gestores, visando gerir esses conflitos a teoria da agência através de contratos firmados entre os acionistas e um terceiro denominado o agente delega a esta autoridade para tomar decisões em seu nome (Jensen & Meckling, 1976), mas caso o agente não haja de acordo com o principal instala-se o conflito de agência (Bedicks, 2009), neste contexto os problemas de agência também assumem relevância no Brasil.

Estas relações contratuais englobam estruturas de governança, como uma rede de contratos formais e informais que estabelecem funções e define direitos e deveres de todos os envolvidos garantindo assim que as decisões dos gestores e administradores maximizem o valor das organizações, uma estrutura que busca controlar os contratos explícitos e implícitos que se refiram ao cumprimento de uma ou mais obrigações, a GC é responsável por monitorar os gestores, por suas decisões visando diminuir conflitos que possam surgir entre estes e os acionistas (Williamson, 1979). A GC envolve um conjunto de processos, regulamentos, leis e políticas que regulam a maneira como uma empresa pode ser dirigida ou controlada, este conceito traz maior amplitude para o termo governança corporativa (Carvalho, 2007).

O termo governança corporativa tornou-se ainda mais relevante na primeira década do século XXI, o texto a seguir é parte da história das origens da GC apresentada no site do IBGC, (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], n.d). Os escândalos corporativos envolvendo companhias norte-americanas como a WORDCOM, ENRON e TYCO, provocou discussões sobre a necessidade da divulgação das demonstrações financeiras, então o governo norte americano para conter as discussões sobre as fraudes aprovou a lei SARBANES-OXLEY (SOX), que trouxe importantes definições sobre práticas de GC.

Com o passar do tempo verificou-se que as organizações que adotavam boas práticas de GC não só atraíam investidores, mas também garantiam sua longevidade. A Lei SOX é um pacote de reformas que veio para ampliar a responsabilidade dos executivos e aumentar a transparência, assegurando mais independência ao trabalho dos auditores introduzindo novas regras a estes profissionais e reduzindo os conflitos de interesses que envolviam analistas de investimentos (Machado, 2008)

Paralelamente no Brasil, ocorrem as privatizações nos anos 1990 e como consequência a abertura do mercado nacional o que levou as empresas brasileiras a recorrerem aos investidores estrangeiros que exigem maior proteção contra riscos como espoliação de dirigentes oportunistas (Dutra & Saito, 2002). A partir desta abertura do mercado o movimento por boas práticas de GC se torna mais dinâmico e a governança eficiente pertinente e relevante,

em 1995 é criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que almejava influenciar a adoção de boas práticas de GC (IBGC, 2015).

No Brasil também ocorreram escândalos, pode-se citar como exemplo de má gestão da GC em conjunto com a gestão pública, a Petrobrás que no ano de 2014 ficou marcada pela investigação na qual a polícia federal através da operação Lava Jato constatou casos de corrupção e cartel na organização (Content, 2017).

Estes escândalos denegriram a imagem da Petrobrás, causando queda nos valores das ações e valor de mercado da estatal além de abalar a confiança da organização no cenário mundial, a agência de notícias americana Reuters, em publicação no dia 12 de Julho de 2019 através de fontes noticiou que o presidente da Petrobrás, Sr. Roberto Castello Branco demonstrou sua intenção de sair do programa de governança da B3, o motivo seria buscar ‘uma governança muito melhor’ do que a exigida pela bolsa brasileira (Content, 2017).

Esses crimes são regulamentados no Brasil pelas Leis nº 7.492/86 e a Lei nº 8.137/90, que tratam dos crimes contra a ordem tributária e contra o sistema financeiro, de acordo com publicação da revista Exame de 23 de junho de 2017 em estudo realizado pela consultoria Delloite, 79% das companhias brasileiras de capital aberto estavam buscando se adequar às boas práticas de GC, segundo (Lopes & Martins, 2007. P.159) a GC “é a linha de estudos sobre finanças onde os investidores se cercam de inúmeros mecanismos com o intuito de proteção contra as ações dos administradores, sendo que o nível de proteção varia de acordo com o sistema legal no qual a empresa está inserida”.

2.2 Governanças corporativa no brasil: como funciona

No Brasil o predomínio de representantes dos dirigentes contra o número menor de participação de membros independentes nos conselhos administrativos das empresas de capital aberto brasileiras foram constatados em estudo de amostras das empresas listadas na antiga Bovespa por (Dutra & Saito, 2002), em trabalhos seguintes foi observado que os membros dos conselhos administrativos eram formados principalmente por acionistas majoritários e executivos das próprias empresas o que torna o conselho menor e com menos membros externos, verificaram também que o acúmulo de funções como a de presidente e Chief Executive Officer (CEO), era significativamente maior em empresas com um controlador (Schiehll & Santos, 2004).

Foram detectadas relações negativas e significativas no acúmulo dessas funções em estudo realizado por (Silveira, Barros & Famá, 2003), a concentração de propriedade e do

controle das empresas brasileiras foi descrita em diversos estudos para (La Porta, 1998) a proteção dos investidores é um mecanismo externo eficaz da governança das empresas, à medida que o ambiente legal é capaz de impor limitações ao oportunismo de dirigentes ou de acionistas controladores.

Nesse Sentido o Brasil conta com a Lei 6.404/76, uma vez listada na bolsa de valores as empresas são obrigadas a seguir regras rígidas para a proteção dos acionistas minoritários aqui no Brasil os preferenciais(PN), garantindo provisões que confirmam vantagens econômicas e políticas em seus estatutos para proteção dos acionistas preferenciais como: No artigo 111 a lei não confere o direito a voto aos acionistas PN, porém no artigo 17 apresenta vantagens em relação à exclusão ou restrição do direito ao voto, já o artigo 18 permite que o estatuto assegure aos PN o direito de eleger membros do conselho de administração e estas vantagens podem conceder ainda prioridades na distribuição de dividendos, no reembolso de capital ou ambos.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), regulamenta através de atos expedidos as matérias do mercado de capitais previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76., a instrução CVM586/2017, regula e dá instruções sobre a apresentação obrigatória para as companhias registradas na categoria de nível A da B3, através do “Informe sobre o código Brasileiro de Governança Corporativa” , documento eletrônico que deve ser entregue até o sétimo mês subsequente ao exercício anterior e deve conter de forma padronizada informações que devem refletir as estruturas que monitoram o funcionamento dos mecanismos e procedimentos, tais como na figura 1 abaixo:

| CARACTERÍSTICA | TRADICIONAL | NÍVEL 1 | NÍVEL 2 | NOVO MERCADO |
|---|--|-----------------------------|---|--|
| Percentual Mínimo de ações em Circulação (free float) | Não há regra | No mínimo 25% de free float | | |
| Características das ações Emitidas | Permite a existência de ações ON e PN | | Permite a existência de ações ON e PN | Permite a existência somente de ações ON |
| Conselho de Administração | Mínimo de três membros (Conforme legislação) | | Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes | |
| Demonstrações Financeiras Anuais Padrão Internacional | Facultativo | | US GAAP OU IFRS | |
| Concessão de Tag Along | 80% para ações ON (Conforme legislação) | | 100% para ações ON e 80% para ações PN | 100% para ações ON |
| Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado | Facultativo | | Obrigatório | |

Figura 1. Resumo das características dos Níveis de Governança Corporativa

Fonte: Wawrzieniak (2014)

O quadro 1 apresenta um resumo das características exigidas nas estruturas de governança para cada nível de classificação, pode-se descrevê-las da seguinte forma: o percentual mínimo de ações para livre negociação no nível tradicional não tem regras, já os níveis 1, 2 e NM devem manter no mínimo 25% de ações para livre negociação. As ações emitidas nos níveis tradicional, 1 e 2 podem ser ordinárias (ON) com direito de voto e preferenciais (PN) sem direito de voto, sendo que para o nível NM permite-se somente ações ON. O conselho administrativo nos níveis tradicional e nível 1 devem ter no mínimo três membros, já nos níveis 2 e NM no mínimo cinco membros sendo que pelo menos dois membros devem ser independentes.

As demonstrações financeiras anuais em padrão internacional para os níveis tradicional e nível 1 é facultativo, para os níveis 2 e NM devem estar de acordo com a US GAAP ou com o IFRS, a concessão de tag long que é um mecanismo que concede direito aos acionistas menores de deixarem a sociedade caso o controle seja adquirido por um investidor que não fazia parte da mesma, nos níveis tradicional e nível 1 é de 80% para as ações ON, no nível 2 100% para as ações ON e 80% para ações PN, já para o NM 100% das ações devem ser ON. A adoção da câmara de arbitragem do mercado para o nível tradicional e nível 1 é facultativo, para os níveis 2 e NM é obrigatório.

Então, tomando por base o mercado de ações alemão (NeuerMarkt), a bolsa de valores brasileira B3 elabora um ranking de classificação de boas práticas de governança que colaborou muito para a adoção da Governança Corporativa, criando listagens especiais por segmento classificando-as por níveis de governança, servindo como resposta a diversas anomalias presentes no mercado brasileiro que limitavam seu desenvolvimento (Carvalho, 2007). Assim sendo, para se manterem em nível diferenciado são exigidos critérios rígidos de GC, no Brasil o IBGC é o responsável por divulgar o código das melhores práticas de GC e a correta aplicação dos princípios.

O IBGC (2017) adota então a abordagem “pratique ou explique” que é incorporada à regulação com a edição da instrução 586 da CVM, informando ao mercado se seguem as práticas recomendadas pelo código explicando quando adotam parcialmente ou não adotam alguma prática e porquê, as práticas recomendadas pelo IBGC, não são obrigatórias, mas relevantes pois verificam se as informações divulgadas pela empresa sobre o assunto são consistentes e não induziram os investidores a erros. De acordo com o IBGC as melhores práticas de GC são as que seguem os princípios que geram valor de longo prazo.

A governança de mercado predomina em países onde a economia é de baixa incerteza e a estruturação da governança é específica por transação, pois o uso de ativos nas transações é frequente minimizando os custos, esta forma de governança tem foco nos objetivos e nos resultados adquiridos através da ênfase na prática da administração (Fiani, 2002).

A governança trilateral é relevante quando as transações são ocasionais e os ativos negociados são mais específicos, o que força o envolvimento de uma terceira parte e por vezes a justiça para garantir que as partes cumpram suas responsabilidades, elevando os custos. Porém quando os ativos são específicos e as transações recorrentes as organizações desenvolvem estruturas de governança específicas para a transação (Fiani, 2002).

O mercado brasileiro é marcado pela elevada concentração de capital e controle, embora a participação dos investidores institucionais (classificados em lei) e estrangeiros nas empresas brasileiras tenham aumentado significativamente, a concentração das ações com direito a voto ainda é uma característica predominante do modelo de GC das companhias de capital aberto brasileiras (Silveira, 2002).

2.3 IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ORGANIZAÇÕES

Nas últimas décadas os ativos intangíveis passaram a ser considerados grandes responsáveis pela manutenção de vantagens competitivas como; inovação e ativos humanos, nesse sentido pesquisas demonstram que a GC é um recurso que protege e agrega valor, permitindo aos gestores alavancar outros ativos proporcionando retornos acima do custo de capital (Domeneghetti, 2009). A Governança Corporativa quando adotada de forma adequada e dinâmica torna-se um recurso interdependente e intangível capaz de gerar outras rendas, agregando valor as organizações e produzindo situações de difícil imitação (Vasconcelos & Cyrino, 2000).

na literatura são encontradas pesquisas relacionadas ao impacto causado pela GC nas organizações que confirmam a melhora no desempenho econômico e financeiro das empresas, como no trabalho de pesquisa de (Durnev & Kim, 2005), a partir de dados referentes a empresas de 27 países encontraram evidências de que um nível maior de governança e transparência faz com que as empresas sejam mais valorizadas no mercado de ações, utilizando a base econômica com dados de 238 empresas dos anos de 2000 a 2006.

Em trabalhos mais recentes como a pesquisa de Carvalho e Pennacchi (2011) concluíram que as ações das empresas que conseguiam elevar o nível de GC obtinham retorno

positivo anormal em seu volume de negociações, partindo desta afirmação pode-se concluir que a GC é de fundamental importância para o crescimento econômico-financeiro da empresa.

Informações técnicas a partir de amostras estatísticas relacionam a GC como sendo uma ferramenta de transparência, justiça e responsabilidade das organizações em seu relacionamento com a sociedade, ferramenta esta que quando associada a outras ferramentas podem fortalecer uma empresa tornando-a confiável para acionistas, investidores e a sociedade (Tavares, 2018)

2.4 ESTUDOS CORRELATOS

Melo, Batista, Macedo e Costa (2013) investigaram o desempenho das empresas no mercado de ações brasileiro relacionando à Governança Corporativa. Os autores analisaram 72 empresas aplicando o seu modelo teórico-conceitual e matemático sobre elas. Eles concluíram que a Governança é um fator importante no desempenho empresarial das empresas brasileiras, não só avaliando o retorno aos acionistas, mas também no efeito proporcionado nos ativos destas.

Já, Santos, Araújo, Medeiros e Lucena (2016) teve como objetivo verificação do impacto da mudança de nível de governança para outro, no desempenho econômico e no valor de mercado. Utilizaram duas hipóteses para analisar os seus dados coletados e concluíram que a mudança de uma empresa, de um nível para outro de governança corporativa, altera a média de retorno sobre o ativo, no nível de endividamento, no lucro por ação e valor de mercado. Observaram, entretanto, que a diferença de média é menos evidente no valor de mercado das empresas.

Souza, Peixoto e Santos (2016) fez a análise da qualidade da governança em relação com a distribuição de dividendos aos seus acionistas, nessa pesquisa foram retiradas das análises as instituições financeiras e feita duas hipóteses e aplicado o modelo econométrico, os autores concluem que a hipótese levantada no artigo deles se confirma, as empresas de Nível 2 e do Novo Mercado distribuem um maior montante de dividendos a seus acionistas.

Toigo, Wrubel e Klann (2017), com o objetivo de analisar a influência da estrutura de governança, dos accruals discricionários e do hedge no valor das empresas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA utilizando a metodologia de separar as empresas da amostra em dois grupos e aplicada estatística descritiva e logo após a regressão linear, porém constatou-se que tais práticas não impactaram no valor das ações, atribuiu-se o resultado da pesquisa a se limitarem ao mercado brasileiro caracterizado por (Silveira, 2002, p.31) “a manter forte

concentração das ações com direito a voto e ausência quase total de propriedade de empresas pulverizadas”.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo apresenta a metodologia de pesquisa adotada, os aspectos teóricos, métodos e modelagem para o desenvolvimento da pesquisa, identificando cada medida tomada para obtenção dos dados objetivando alcançar respostas sólida segundo Gil (2009), a presente pesquisa é descritiva e explicativa, pois vai além da simples identificação da existência de relações entre variáveis busca determinar a natureza dessa relação utilizando como objeto de estudo as empresas listadas na bolsa de valores brasileira, descreve como característica principal as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa Novo Mercado (NM).

Constitui-se em uma pesquisa documental, onde foram coletados dados de fontes secundárias sendo elas: a B3, o IBGC, a CVM, artigos, periódicos, revistas e pesquisas que tratavam sobre a Governança Corporativa, desde o surgimento do termo à adoção das práticas de boa governança, as características necessárias para as organizações pertencerem a níveis diferenciados de governança, das leis que regulamentam estas práticas no Brasil e o impacto da Governança corporativa nas organizações.

A presente pesquisa baseia-se na coleta de dados dos valores das ações do mercado brasileiro de empresas que tiveram mudanças de classificação para o nível mais alto de governança, Novo Mercado (NM), para a coleta destes dados foi utilizado o site da Brasil, Bolsa, Balcão, conhecida como B3.

De acordo com o professor (Oliveira, 2011), este artigo possui uma abordagem quantitativa, pois (Richardson, 1999), define a pesquisa quantitativa pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas. O que leva a questão deste artigo, que busca demonstrar variações no valor de mercado das empresas que migraram de nível de classificação no nível de governança, utilizando métodos estatísticos e demonstrando no final o resultado da coleta desses dados.

Na presente data de 10 de março de 2020 há listado na bolsa brasileira 423 empresas de diversos setores, destas somente 207 estão classificadas pelo IGC, conforme tabela abaixo:

Tabela 1

Empresas com IGC

| | | |
|------------------------------|------------|-------------|
| Novo Mercado (NM) | 143 | 69% |
| Nível 2 (N2) | 21 | 10% |
| Nível 1 (N1) | 26 | 13% |
| BOVESPA Mais (MA) | 15 | 7% |
| BOVESPA Mais Nível 2 (MA N2) | 2 | 1% |
| Total | 207 | 100% |

Fonte: B3 - Superintendência de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores | 2565-7004/7003/7360

Como observado na tabela 1, 143 empresas estão classificadas como NM de acordo com sua governança corporativa, para a definição da amostragem para a pesquisa, foi necessário um filtro utilizado na tabela disponível pela B3 na coluna TIPO, onde pode ser selecionado dados como: Adesão, cisão, deslistagem, fusão, IPO, listagem sem oferta, migração e reestruturação. Com a utilização do filtro de migração chega-se ao número de apenas 21 empresas que tiveram a mudança de nível durante o período em que estão listadas na bolsa de valores, na tabela a seguir, mostra o nome, a data de adesão ao NM e mostra também qual a última classificação da empresa de acordo com o IGC.

Tabela 2

Empresas que tiveram transição no IGC

| TIPO | EMPRESA | SITUAÇÃO ATUAL | | SITUAÇÃO ANTERIOR | |
|----------|--------------|----------------|----------|-------------------|----------|
| | | DATA DA ADESÃO | SEGMENTO | DATA DA ADESÃO | SEGMENTO |
| MIGRAÇÃO | ROSSI RESID | 27/jan/06 | NM | 05/fev/03 | N1 |
| MIGRAÇÃO | BRF SA | 12/abr/06 | NM | 26/jun/01 | N1 |
| MIGRAÇÃO | ETERNIT | 17/ago/06 | NM | 02/mar/05 | N2 |
| MIGRAÇÃO | CIA HERING | 16/mai/07 | NM | 13/dez/02 | N1 |
| MIGRAÇÃO | WEG | 22/jun/07 | NM | 26/jun/01 | N1 |
| MIGRAÇÃO | IOCHP-MAXION | 24/mar/08 | NM | 10/nov/05 | N1 |
| MIGRAÇÃO | EQUATORIAL | 23/abr/08 | NM | 03/abr/06 | N2 |
| MIGRAÇÃO | YDUQS PART | 11/jul/08 | NM | 30/jul/07 | N2 |
| MIGRAÇÃO | ULTRAPAR | 17/ago/11 | NM | 27/out/05 | N1 |
| MIGRAÇÃO | PARANAPANEMA | 15/fev/12 | NM | 03/dez/07 | N1 |
| MIGRAÇÃO | KROTON | 05/dez/12 | NM | 23/jul/07 | N2 |
| MIGRAÇÃO | LIQ | 21/jul/16 | NM | 30/abr/13 | N2 |
| MIGRAÇÃO | SANTOS BRP | 22/ago/16 | NM | 05/dez/07 | N2 |
| MIGRAÇÃO | SINQIA | 17/ago/17 | NM | 10/mai/12 | MA |
| MIGRAÇÃO | VULCABRAS | 26/out/17 | NM | | Básico |
| MIGRAÇÃO | SUZANO PAPEL | 10/nov/17 | NM | 05/ago/04 | N1 |
| MIGRAÇÃO | VALE | 22/dez/17 | NM | 12/dez/03 | N1 |
| MIGRAÇÃO | VIAVAREJO | 26/nov/18 | NM | 16/dez/13 | N2 |
| MIGRAÇÃO | NEOENERGIA | 01/jul/19 | NM | | Básico |
| MIGRAÇÃO | PRINER | 17/fev/20 | NM | 24/nov/17 | MA |
| MIGRAÇÃO | P.ACUCAR-CBD | 02/mar/20 | NM | 29/abr/03 | N1 |

Fonte: B3 - Superintendência de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores | 2565-7004/7003/7360

A partir destes dados obtidos é possível analisar o objetivo da pesquisa, que é avaliar o valor de mercado das empresas que tiveram mudanças para o IGC-NM, para isso utilizamos dados históricos do valor da ação da empresa, para a coleta desses dados de valor de ação, será utilizado o site <<https://br.investing.com/>>.

Através do site foi informado a abreviação da respectiva empresa, optando sempre pelas ações ordinárias, ou seja, com abreviação com final numeral 3, e não foi coletado dados referentes as ações preferenciais. Os valores foram captados conforme a data de adesão da empresa ao NM, dois anos anteriores e dois anos posteriores a adesão, respeitando a data e mês, caso a data seja coincidente com feriados e finais de semana será adotada a data e o valor do último pregão.

A pesquisa realizada apresentou fatores limitantes quanto ao período e as amostras selecionadas para análise do valor de mercado das ações, ao levantar o histórico das empresas Ultrapar, Santos BRP e Suzano Papel, aplicando o método relatado não se obteve dados dos anos necessários para a análise. A empresa LIQ Participações S.A. foi excluída pois, durante o período em que foram coletados os dados houve agrupamento de cotas, o que poderia influenciar na análise dos dados obtidos.

Em empresas que fizeram a mudança do IGC para o NM em 2018, 2019 e 2020 não será possível fazer análises dos valores após 2 anos da mudança, e empresas que fizeram a mudança de nível com menos de 2 anos após seu IPO também não foram consideradas, assim será reduzido o número da amostra de pesquisa de 21 para 11 empresas conforme tabela abaixo:

Tabela 3

11 empresas que tiveram transição no IGC

| TIPO | EMPRESA | DATA DA ADESÃO | ÁREA DE ATUAÇÃO | CÓDIGO |
|----------|---------------------|----------------|-------------------------|--------|
| MIGRAÇÃO | ROSSI RESID | 27/jan/06 | CONSTRUÇÃO CIVIL | RSID3 |
| MIGRAÇÃO | BRF SA | 12/abr/06 | ALIMENTÍCIO | BRFS3 |
| MIGRAÇÃO | CIA HERING | 16/mai/07 | VESTUÁRIO | HGTX3 |
| MIGRAÇÃO | WEG | 22/jun/07 | MAQUINAS E EQUIPAMENTOS | WEGE3 |
| MIGRAÇÃO | IOCHP-MAXION | 24/mar/08 | AUTOMOTIVO | MYPK3 |
| MIGRAÇÃO | EQUATORIAL | 23/abr/08 | ENERGIA | EQPA7 |
| MIGRAÇÃO | PARANAPANEMA | 15/fev/12 | MINERAÇÃO | PMAM3 |
| MIGRAÇÃO | KROTON | 05/dez/12 | EDUCAÇÃO | COGN3 |
| MIGRAÇÃO | SINQIA | 17/ago/17 | TECNOLOGIA | SQIA3 |
| MIGRAÇÃO | VULCABRAS | 26/out/17 | CALÇADOS | VULC3 |
| MIGRAÇÃO | VALE | 22/dez/17 | MINERAÇÃO | VALE3 |

Fonte: B3 - Superintendência de Regulação, Orientação e Enforcement de Emissores | 2565-7004/7003/7360

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentados os resultados obtidos através da pesquisa realizada. Com a adoção da Tabela 3 demonstrada, foi efetuada a coleta de dados através do site <https://br.investing.com/>, utilizando a ferramenta disponível no próprio site com o recurso “dados históricos” e após a exportação dos dados obtidos para o Excel foi possível construir a tabela a seguir:

Tabela 4

Resultado da Análise

| Empresa | T+1 | T+2 | Média |
|---------------|-----|-----|-------|
| Vale | + | + | 36% |
| Vulcabras | - | - | -26% |
| Sinqia | + | + | 76% |
| Kroton | + | + | 174% |
| Parapanema | + | + | 18% |
| Equatorial | + | + | 12% |
| Iochpe-Maxion | - | - | -40% |
| WEG | + | - | 2% |
| Hering | + | - | 1% |
| BRF | + | + | 35% |
| Rossi | + | - | 22% |
| | | | 28% |

A tabela 4 demonstra os resultados obtidos das empresas durante os dois anos posteriores à mudança de nível para o NM, os dados T+1 correspondem ao primeiro ano e T+2 correspondem ao segundo ano, classificados com o símbolo de “+” o ano em que houve valorização das cotas, e com o símbolo de “-” o ano que o seu valor reduziu, a média apresentada é referente aos valores coletados dos dois anos posteriores a classificação da empresa ao nível NM.

Apenas duas empresas das 11 listadas tiveram resultados resultado negativo em seu primeiro ano após a mudança do IGC, essas duas empresas acabaram por repetir o resultado no ano seguinte, o que fez com que durante os dois anos analisados elas não conseguissem a valorização de suas ações, no segundo ano houve outras três empresas que também tiveram um resultado negativo, porem na média entre os dois anos o resultado é positivo.

Com o resultado da análise dos dados o objetivo da pesquisa foi alcançado, verificou-se que em média as empresas que tiveram a mudança na governança para o índice Novo Mercado

obtiveram um aumento no valor de suas ações em 28% (vinte e oito por cento), isso pode demonstrar que houve um aumento da confiança na governança dessas empresas por parte dos investidores, porém este resultado não deve ser tomado como um fator absoluto pelo fato de haver outras variáveis que devem ser analisadas em conjunto com o valor das ações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Constatou-se que as empresas Kroton e Sinqia, apesar de pertencerem a ramos de atividade distintos, como educação e tecnologia da informação, ambas obtiveram aumento relevante em relação as demais empresas antes e depois da mudança de nível de GC para o nível NM, no valor de suas ações e conseqüentemente no valor de mercado, o que pode demonstrar que estes segmentos adotam a GC como instrumento de alavancagem contínua, sem descartar outros fatores como características específicas do mercado de capitais abertos brasileiro.

Esta pesquisa contribui para que os investidores tenham mais um indicativo que lhes passe confiabilidade e os auxilie na tomada de decisão de investimento nas empresas que tiveram a mudança no IGC, em conjunto com outras variáveis, os valores das ações como indicador pode evidenciar ao investidor informações que tragam segurança no retorno e na valorização do seu investimento.

Para pesquisas futuras sugere-se aplicar o mesmo estudo para outros níveis de governança, aumentar o período de análise destas empresas e acrescentar outras variáveis para a análise da variação do valor das ações, pois este estudo limitou-se em analisar as companhias que houve mudança para o nível NM. Para continuidade deste estudo, devido a diversidade de segmentos das empresas pertencentes a amostra sugere-se pesquisas onde seja possível comparar a evolução do valor das ações e valor de mercado de cada segmento considerando-se o cenário econômico brasileiro.

REFERENCIAS

Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S. & Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na BOVESPA. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2 (2), 117-130.

Assaf, A., Neto. (2006). *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro* (8a ed). São Paulo: Atlas.

- Barros, L. A., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Becht, M., Bolton P., & Roell A. (2003). Corporate Law and Governance, em português Governança Corporativa. In: Polinskya, M. *Manual de Direito e Economia*. Elsevier.
- Bedicks, H. (2009) *Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Belloque, M. C. M., Romaro, P. & Belloque, G. G. (2010) O desempenho das empresas ditas como sustentáveis no mercado financeiro. *Pensamento & Realidade*, 25(1), 31-46.
- Bianchi, M. A. (2005). *Controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.
- Brasil, Bolsa, Balcão. (2020). *Ações*. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/> Acesso em: 18 março de 2020.
- Carvalho, A. G. de. (2007). *Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas.
- Cvm.gov.br. 2020. *CVM*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em: 29 de fevereiro de 2020.
- De Carvalho, A. G. & Pennacchi, G. G. (2011). Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate I*, 7(1), 20-35.
- Domeneghetti, D. & Meir, R. (2009). *Ativos intangíveis: como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para sua empresa*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, Cambridge, 60(3), 1461-1493.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R., (2002). Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 9-27.
- Fiani, R. (2002). Teoria dos custos de transação. In: Kupfer, D., & Hasenclever, L. (Org.) (2002). *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 267-306.
- GIL, A.C. (2009). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4a ed). São Paulo: Atlas.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2020). *O que é governança corporativa*. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>> Acesso em: 10 Março de 2020.

- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- La Porta, R., Lopez-De-Sinanes, Florêncio & Shleifer, (1998) A. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lopes, A. B. & Martins, E. (2007) *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Machado, C. A. P. Filho. & Zylbersztajn, D. (2008). A empresa socialmente responsável: o debate e as implicações. *Revista de Administração*, 242-254.
- Melo, R., Batista, P., Macedo, A., & Costa, R. (2013). Contribuição da Governança Corporativa para o Desempenho das Empresas Brasileira de Capital. *REGE*, 20(1), 79-92.
- Mintzberg, H. & Quinn, J. B. (2006). O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados. (4a ed). Porto Alegre: Bookman.
- il.**
- Oliveira, Maxwell Ferreira de. (2011). Metodologia científica: um manual para a realização de pesquisas em Administração. Catalão: UFG.
- Periodicos.capes.gov.br. 2020. *Portal Periodicos. CAPES*. Disponível em: <<http://www.periodicos.capes.gov.br/>> Acesso em: 28 de Fevereiro de 2020.
- Prociánov, J. L., & Verdi, R. (2009). Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo mercado, nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, p.107-136.
- Content, A.B. (2017). Os dados confirmam: boas práticas de governança valorizam ações. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/negocios/os-dados-confirmam-boas-praticas-de-governanca-valorizam-acoes/> - acesso em: 10 de março de 2020.
- Reuters Agência de Notícias. Disponível em: <https://br.reuters.com/article/idBRKCN1U722O-OBRTTP>, acesso em: 10 de março de 2020.
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas.
- Roberts, P. W. & Dowling, G. R. (2002) Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077- 1093.
- Santos, L. M. S., Araújo, R. A. M., Medeiros, D. N., & Lucena, W. G. L. (2019). Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Impacto no Valor de Mercado e Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, 17(2), 70-85.
- Schiehll, E. & Santos, I. O. (2004) Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração*, 39(4), 373-384.

- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Souza, D., Peixoto, F., & Santos, M. (2016). Efeitos da Governança Corporativa na Distribuição de Dividendos: Um Estudo em Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. (9)1.
- Spell.org.br. 2020. *SPELL – Scientific Periodicals Electronic Library*. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/>> Acesso em: 27 de fevereiro de 2020.
- Tavares Filho, F. (2006). *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Tavares, E. P. Júnior. (2018). Responsabilidade social, governança, gestão e desempenho: Análise Sistêmica por meio de Equações Estruturais. Brasília. Tese (doutorado) — Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Programa Multi -Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.
- Toigo, L., Wrubel, F., & Klann, R. (2017). Estrutura de Governança, Accruals, Hedge e Valor das Empresas. *Revista de Administração IMED*, 7(2), 139-165.
- Vasconcelos, F. C. & Cyrino, A. B. (2000). Vantagem Competitiva: Os Modelos Teóricos Atuais e a Convergência entre Estratégia e Teoria Organizacional. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, 40(4), 20-37.
- Wawrzeniak, D. (2014) *Níveis de Governança Corporativa na Bovespa*. Disponível em: bussoladoinvestidor.com.br/niveis-governanca-corporativa-bovespa/> Acesso em: 27 de abril de 2020.
- Williamson, O.E.(1979). The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261

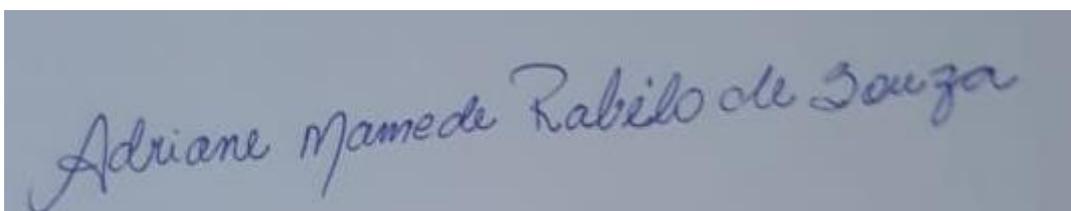
AUTORIZAÇÃO PARA PUBLICAÇÃO

Eu, ADRIANE MAMEDE RABELO DE SOUZA, portadora do RG. nº: 35737593, emitida pelo DGPC GO, inscrita no CPF sob nº: 326.238.952-87, residente e domiciliada à Travessa 7 Qd.04 Lt.14 nº 343, Setor Tropical Verde, em Goiânia – GO, telefone nº: (62) 98100-3963 e e-mail: adriane_mamede@hotmail.com, declaro para os devidos fins e sob pena da lei, que o trabalho intitulado GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO, é uma produção de minha exclusiva autoria e que assumo, portanto, total responsabilidade por seu conteúdo.

Declaro que tenho conhecimento da Lei de Direito Autoral, bem como da obrigatoriedade da autenticidade desta produção científica. Autorizo sua divulgação e publicação, sujeitando-me ao ônus advindo de inverdades ou plágio e o uso inadequado de trabalhos de outros autores. Nestes termos declaro-me ciente que responderei administrativa, civil e penalmente nos termos da Lei 9.610, de 19 de fevereiro de 1998, que altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

Pelo presente instrumento autorizo o Centro Universitário de Goiás – Uni ANHANGUERA a disponibilizar o texto integral deste trabalho, tanto em suas bibliotecas, quanto em demais publicações impressas ou eletrônicas, como periódicos acadêmicos ou capítulos de livros e, ainda, estou ciente que a publicação será em coautoria com o/a orientador/orientadora do trabalho.

Goiânia, 14 de junho de 2020.

A rectangular box containing a handwritten signature in blue ink. The signature reads "Adriane Mamede Rabelo de Souza".

Adriane Mamede Rabelo de Souza

Discente

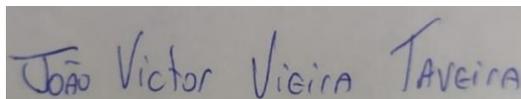
AUTORIZAÇÃO PARA PUBLICAÇÃO

Eu, JOÃO VICTOR VIEIRA TAVEIRA, portador da Carteira de Identidade nº 5630420, emitida pelo SSPGO, inscrito(a) no CPF sob nº 702.712.391-66, residente e domiciliado em Avenida dos colonizadores quadra 107 Lt 08 Vila Brasília, Aparecida de Goiânia, telefone número (62) 99249-6219 e e-mail joavictorvt@hotmail.com, declaro, para os devidos fins e sob pena da lei, que o trabalho intitulado GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO é uma produção de minha exclusiva autoria e que assumo, portanto, total responsabilidade por seu conteúdo.

Declaro que tenho conhecimento da Legislação de Direito Autoral, bem como da obrigatoriedade da autenticidade desta produção científica. Autorizo sua divulgação e publicação, sujeitando-me ao ônus advindo de inverdades ou plágio e uso inadequado de trabalhos de outros autores. Nestes termos, declaro-me ciente que responderei administrativa, civil e penalmente nos termos da Lei 9.610, de 19 de fevereiro de 1998, que altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

Pelo presente instrumento autorizo o Centro Universitário de Goiás – Uni-ANHANGUERA a disponibilizar o texto integral deste trabalho, tanto em suas bibliotecas, quanto em demais publicações impressas ou eletrônicas, como periódicos acadêmicos ou capítulos de livros e, ainda, estou ciente que a publicação será em coautoria com o/a orientador/orientadora do trabalho.

Goiânia, 14 de Junho de 2020.



João Victor Vieira Taveira
Discente