

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LUIZA COSTA TEIVE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O COMPORTAMENTO DO PREÇO DAS
AÇÕES DAS EMPRESAS DO SETOR DE CONSUMO LISTADAS NA B3**

FLORIANÓPOLIS

2017

LUIZA COSTA TEIVE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O COMPORTAMENTO DO PREÇO DAS
AÇÕES DAS EMPRESAS DO SETOR DE CONSUMO LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada à Universidade Federal
de Santa Catarina como um dos pré-requisitos
para a obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Contábeis

Orientador: Prof. Joice Antonio Lorandi, Dr.

FLORIANÓPOLIS

2017

LUIZA COSTA TEIVE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O COMPORTAMENTO DO PREÇO DAS
AÇÕES DAS EMPRESAS DO SETOR DE CONSUMO LISTADAS NA B3**

Esta monografia foi apresentada como trabalho de conclusão de curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, obtendo nota média de _____, atribuída pela banca constituída pelos professores abaixo mencionados.

Prof. Fernando Richartz, Dr.
Coordenador de Monografia do CCN

Professores que compuseram a banca:

Prof. Joice Antonio Lorandi, Dr.
Presidente (Orientador)

Prof. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, Dr.
Membro

Alessanderson Jaco de Carvalho
Membro

Florianópolis, 08 de novembro 2017.

Dedico este trabalho à Deus, minha
família e meus amigos.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus por me guiar ao longo desta caminhada e por propiciar este momento único em minha vida.

Agradeço ao meu orientador, professor Dr. Joisse Antonio Lorandi, pela confiança a mim depositada para realização deste trabalho, por todo auxílio, dedicação e comprometimento.

Ao meu professor, Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente, por todo suporte ao longo do desenvolvimento do trabalho que, sem dúvidas, foi essencial.

Aos amigos da graduação que, certamente, se tornaram amigos que transpassam as fronteiras da Universidade, por todo companheirismo. Indiscutivelmente a graduação não seria a mesma sem vocês, especialmente minha amiga Nicolle Raitz Wilvert, companheira de muitos trabalhos da graduação e que sem dúvida me ajudou muito durante esta jornada.

Aos professores da UFSC pelos quatro anos de aprendizado e por todas as experiências vivenciadas.

Por fim, agradeço à minha família, ao meu namorado e em especial aos meus pais, grandes incentivadores, fonte de inspiração e motivo de orgulho, por todo suporte ao longo desta caminhada. Expresso aqui minha eterna gratidão e amor por estas pessoas que são meu alicerce.

"E apesar de tudo, o Senhor estava sempre ao meu lado, segurando bem firme a minha mão".

(Salmos 73:23)

RESUMO

TEIVE, Luiza Costa. **Governança corporativa e o comportamento do preço das ações das empresas do setor de consumo listadas na B3.** 44 fls. Monografia do Curso de Ciências Contábeis. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

A governança corporativa tem se mostrado um mecanismo essencial na gestão das empresas, onde o mercado acionário tem valorizado cada vez mais empresas que adotam boas práticas de GC. Neste estudo objetiva-se avaliar a relação entre empresas com níveis diferenciados de GC e o comportamento do preço das ações, por meio do Coeficiente Beta (β), e comparar com empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica. Realizou-se uma pesquisa descritiva e documental que utilizou informações disponíveis no *software* Economática obtendo uma amostra de 82 empresas pertencentes ao setor de consumo cíclico e não cíclico da B3, durante o período janeiro de 2014 a dezembro de 2016. Os resultados mostraram que, durante o período analisado, as empresas com níveis diferenciados de GC evidenciaram baixa volatilidade, quando comparada ao mercado (Ibovespa). Observou-se também que, as empresas com níveis diferenciados de GC, apresentaram menor volatilidade no preço de suas ações do que empresas do mercado tradicional. Conclui-se que, as empresas com níveis diferenciados de GC, chamam a atenção de investidores mais cautelosos que estão abertos a investimentos que lhes ofereçam risco x retorno próximo ou inferior ao mercado (Ibovespa), especialmente em períodos de instabilidade econômica.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Coeficiente Beta (β). Volatilidade. Risco.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Classificação de Beta (β) – 2014.....	33
Gráfico 2 – Classificação de Beta (β) – 2015.....	34
Gráfico 3 – Classificação de Beta (β) – 2016	36

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	22
Quadro 2 – Valor de Beta (β) em relação ao mercado.....	24
Quadro 3 – Listagem de empresas classificadas por segmento de listagem da B3.....	28
Quadro 4 – Desvio padrão.....	31
Quadro 5 – Análise dos valores de Beta (β).....	31

LISTA DE ABREVIATURAS

IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GC – Governança Corporativa

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

SOX – *Sarbanes-Oxley*

B3 – Brasil Bolsa Balcão

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	OBJETIVOS	12
1.1.1	Objetivo geral	12
1.1.2	Objetivos específicos	13
1.2	JUSTIFICATIVA	13
1.3	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	14
1.4	ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA	14
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
2.1.1	Conflito de agência.....	18
2.1.2	Assimetria da informação.....	19
2.2	INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC .	20
2.3	NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA INDICADOS PELA B3	21
2.4	RISCO DE MERCADO – COEFICIENTE BETA	23
2.5	PESQUISAS SIMILARES	25
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	27
3.1	ENQUADRAMENTO DA PESQUISA	27
3.2	INSTRUMENTOS UTILIZADOS	27
3.3	LEVANTAMENTO DA AMOSTRA	28
4	APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	32
4.1	ANÁLISES DOS RESULTADOS.....	32
4.1.1	Análise do ano de 2014	32
4.1.2	Análise do ano de 2015	34
4.1.3	Análise do ano de 2016	35
4.1.4	Análise Geral	37

5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	38
5.1	LIMITAÇÕES	39
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....	39
	REFERÊNCIAS.....	40

1 INTRODUÇÃO

Os recentes escândalos envolvendo empresas brasileiras, como a Petrobrás e a JBS, ressaltaram a importância de práticas institucionais que observem a transparência, a ética e a organização dentro das empresas. A necessidade de boas práticas de gestão governamentais desperta a atenção da sociedade para o tema da governança corporativa.

Pesquisas realizadas detectaram a existência do conflito de agência, fator este, que afeta a relação de interesses entre acionistas e administradores. Em meados do século 90 surge, na Inglaterra e Estados Unidos, códigos de boas práticas de governança corporativa, com intuito de melhorar a relação entre acionistas e administradores, bem como atrair investidores (IBGC, 2017).

Em 27 de novembro de 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA, atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, considerado a principal referência do Brasil para o desenvolvimento das melhores práticas de governança corporativa.

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa a:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2015, p. 20).

A governança corporativa estabelece princípios básicos que visam alinhar os interesses tanto de usuários internos quanto de externos. Além disso, objetiva conservar e aperfeiçoar o valor da organização a longo prazo. Bonisen (2012) afirmou que o crescimento das empresas está diretamente ligado aos investimentos voluntários, ou seja, dependem do nível de confiança que os investidores têm nas empresas que estão dispostos a investir. Quanto mais rígidas as práticas de governança corporativa, maior a segurança dos investidores para aplicar seu dinheiro no mercado.

Com objetivo de melhorar o valor da companhia, as boas práticas de governança interagem na diminuição do seu custo de capital, aumentando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização, onde são analisadas por investidores que são diretamente influenciados por essas práticas a tomar decisões de investimento, determinando o nível e a forma de atuação que estes poderão ter na companhia (CVM, 2002).

Vieira e Mendes (2004) acreditam que maior transparência proposta pela governança corporativa tenderá a reduzir o custo de capital, visto que os investidores terão mais confiabilidade nos dados das empresas e os acionistas mais vontade de investir, se acreditarem que o grupo controlador ou o gestor não poderá manipular as informações em benefício próprio.

Com intuito de aumentar o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhorar a qualidade das informações oferecidas pelas empresas, a Bovespa estipulou níveis diferenciados de governança corporativa: quanto maior o nível, maior serão as exigências propostas por ele. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado (VIEIRA; MENDES, 2004).

Diante deste contexto, buscou-se neste trabalho responder a seguinte pergunta de pesquisa: Qual a relação entre empresas classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e o comportamento no preço das ações das empresas do setor de consumo listadas na B3?

1.1 OBJETIVOS

A seguir são evidenciados os objetivos gerais e específicos da pesquisa, com a finalidade de obter a resposta para a questão do problema.

1.1.1 Objetivo geral

O objetivo geral da pesquisa é avaliar a relação de empresas participantes com níveis diferenciados de GC do setor de consumo listadas na B3 e o comportamento do preço das ações, por meio do Coeficiente Beta (β), e comparar com empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

1.1.2 Objetivos específicos

A fim de alcançar os objetivos gerais, são propostos os seguintes objetivos específicos:

- Encontrar o valor do Coeficiente Beta (β) das empresas;
- Classificar as empresas de acordo com o risco que oferecem em relação ao mercado (Ibovespa);
- Avaliar a volatilidade e o risco x retorno que as empresas oferecem em relação ao mercado.

1.2 JUSTIFICATIVA

Diante de um cenário de incertezas econômicas, corrupções e fraudes está cada vez mais evidente a responsabilidade dos agentes de governança perante as partes interessadas. Vieira e Mendes (2004) atribuem esses percalços devido à falta de transparência, à ausência de participação efetiva dos acionistas nos conselhos das empresas e na construção de acordos de acionistas inadequados às partes, dentre outros fatores.

Com intuito de aprimorar os processos administrativos nas empresas surge a governança corporativa, que visa contribuir nas tomadas de decisões estratégicas da empresa, bem como transmitir maior credibilidade perante os investidores.

Com o estímulo gerado pela Brasil Bolsa Balcão - B3, fruto da combinação entre a BM&FBOVESPA e a Cetip, o incentivo dado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, tanto as empresas como os investidores passaram a dar mais importância ao tema governança corporativa. A adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa, promovidos pela B3, especialmente ao novo mercado, passou a ser vista com bons olhos pelos investidores.

O mercado de capitais está cada vez mais ativo e competitivo o que acentuou a importância da transparência nas práticas empresariais. Neste contexto, a governança corporativa surgiu como um importante mecanismo, uma vez que a acuidade e a

transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, são o cerne de seu desenvolvimento (VIEIRA; MENDES, 2004).

A necessidade deste estudo parte da premissa de que as boas práticas de governança corporativa, bem como sua adesão por parte das empresas, são um propulsor para melhor desenvolvimento do mercado de capitais (SCHWADE, 2011).

1.3 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A pesquisa delimita-se em verificar e analisar empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico, listadas na B3, durante o período de janeiro de 2014 a dezembro de 2016, período este, marcado por diversos acontecimentos que afetaram a economia do país. Além disso, analisou-se apenas o preço de fechamento mensal de cada empresa.

1.4 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

Esta pesquisa está dividida em cinco capítulos: introdução, fundamentação teórica, metodologia, apresentação e discussão dos resultados e as conclusões e recomendações.

Na introdução são apresentados os objetivos gerais e específicos, bem como a contextualização do tema, sua justificativa para realização do trabalho e a delimitação para elaboração da pesquisa.

No referencial teórico são evidenciadas as definições de governança corporativa, bem como os problemas gerados pelo conflito de agência e pela assimetria da informação. Apresenta-se também sobre o principal órgão regulador das boas práticas de governança corporativa, IBGC, além de explorar sobre os níveis de governança corporativa, indicados pela B3.

A metodologia contempla o enquadramento da pesquisa, como também os instrumentos utilizados para sua realização. Ademais são destacados os procedimentos metodológicos para consecução do presente estudo.

Na apresentação e discussão dos resultados têm-se o levantamento dos dados obtidos e as ferramentas utilizadas. Além disso, pode-se verificar a análise e discussão dos resultados encontrados, por meio de gráficos e quadros.

No quarto capítulo são evidenciadas as conclusões e recomendações para trabalhos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo são abordados os temas relacionados à governança corporativa, assim como sua importância para o gerenciamento e longevidade das organizações. Evidencia também recomendações de boas práticas, propostas pelo IBGC, a serem adotadas para o melhor desenvolvimento das empresas, bem como sua relação com a B3.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa pode ser definida como mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa, ou ainda, como um conjunto de regras visando minimizar os problemas de agência (CARVALHO, 2002). Isto é, busca uma congruência de objetivos entre o gestor e o acionista que não participa da gestão.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM define a governança corporativa como:

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

Estabelecido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a 5ª edição do código de boas práticas de governança corporativa atualizado em 2015, não substitui leis ou regulamentos, mas contribui para que empresários adotem, de forma voluntária, práticas que melhorem seu desempenho e contribuam para o desenvolvimento da organização.

A CVM (2002) afirma que as práticas adotadas pelas empresas estão acima das exigidas por lei e até mesmo pela própria regulamentação da CVM, porém informa que, brevemente, irá exigir que as companhias abertas indiquem, em suas informações anuais, o nível em adesão a essas práticas, na forma “pratique ou explique”, isto é, se a empresa optar por não adotar uma das práticas poderá explicar suas razões.

Cada vez mais as empresas brasileiras buscam adotar as práticas de governança corporativa, com intuito de tornarem-se mais atrativas ao mercado, bem como aos seus investidores. Lisot (2012) já dizia que devido à necessidade de atender novos mercados e satisfazer as exigências dos usuários externos, as organizações buscam empregar práticas de governança corporativa, a fim de dominarem os assuntos relacionados ao poder de controle, ao processo decisório e à prosperidade organizacional.

Com os escândalos de fraudes envolvendo grandes empresas a confiança dos investidores acaba se tornando fragilizada e prejudicando seus investimentos nas organizações. Como consequências de grandes fraudes contábeis atingindo empresas dos Estados Unidos, como por exemplo, a *Enron*, *Arthur Andersen*, *WorldCom* houve a necessidade da criação da Lei *Sarbanes-Oxley*, esta lei visava diminuir a perda dos investidores causada pela insegurança e falta de confiança nas demonstrações contábeis e nos princípios de governança das empresas.

A lei foi criada em julho de 2002 obrigando a aplicação de boas práticas de governança corporativa visando à eficiência econômica, o desenvolvimento sustentável e a estabilidade financeira, além disso, pode garantir aos acionistas maior segurança na hora de realizarem seus investimentos. A lei criou um mecanismo regulador das empresas de auditoria, determinando penas e responsabilidades para os executivos, a fim de recuperar o equilíbrio no mercado de capitais. Àqueles que forem condenados pela SOX estão sujeitos a multas que variam de 1 (um) milhão a 5 (cinco) milhões de dólares e penas de reclusão entre 10 e 20 anos, pois as regras exigidas pela SOX são direcionadas às empresas de capital aberto na NYSE e também suas filias, como a economia brasileira que também deverá ter o controle da implantação da legislação (SILVA et al., 2007).

De acordo com Reis (2011) o uso correto das boas práticas de governança corporativa pode acarretar no aumento de valor para a sociedade ao gerar uma perspectiva de melhor administração dos negócios no sentido de que haverá uma maior garantia que as decisões serão tomadas conforme o interesse de todos os acionistas, uma vez que estas práticas foram adotadas de forma voluntária pelas empresas.

2.1.1 Conflito de agência

Uma das preocupações da governança corporativa é minimizar o conflito de agência. Silva, Souza e Leite (2011) afirmam que quando os interesses do gestor não estão alinhados com os do proprietário ocorre um conflito de agência. Neste caso, a governança corporativa deve prover mecanismos capazes de assegurar que os interesses dos executivos estejam alinhados aos dos acionistas.

De acordo com Lopes e Martins (2005) na teoria econômica clássica as firmas atuavam de forma racional e sempre otimizando o lucro econômico no longo prazo. Nesta situação havia também um único gestor, sendo considerado o principal acionista, ou seja, não existia conflito de interesse na gestão da firma clássica. Com o surgimento da corporação moderna, onde a propriedade separa-se da gestão, começa a surgir à possibilidade de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, ou até mesmo entre administradores de diferentes níveis.

Nakayama (2012) acredita que um meio para mitigar esses problemas de agência seria o estabelecimento de um contrato entre os administradores profissionais e os proprietários para o alinhamento do interesse de ambos. Neste contrato, os proprietários-acionistas mencionam tudo o que os administradores profissionais devem fazer com os recursos da firma, todavia, por mais completo que o contrato seja não será possível prever todas as situações que possam vir a ocorrer, tornando desta forma, os contratos incompletos.

A cartilha de recomendações da CVM (2002) sobre a governança corporativa destaca sua importância neste processo do conflito de agência, onde afirma que, a adoção de boas práticas de GC gera mecanismos, nos quais os investidores podem se proteger de desvios de ativos causados por indivíduos que têm poder para influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Pressupõe-se então, que o conflito de agência pode ocorrer entre quaisquer interessados nas atividades da empresa. Cabe desta forma, a empresa optar por manter boas práticas de governança corporativa, fazendo com que o conselho de administração exerça seu papel, estabelecendo estratégias para a empresa, elegendo e destituindo o principal executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo e/ou destituindo a auditoria independente, sendo assim, será possível evitar possíveis abusos de poder, erros estratégicos e fraudes (IBGC, 2017).

2.1.2 Assimetria da informação

A assimetria da informação ocorre quando, em uma negociação, as partes relacionadas não detêm o mesmo nível de informação. Lopes e Martins (2005) diziam que na firma clássica não existiam problemas de informação, qualquer um dos agentes envolvidos tinha livre acesso à informação, sem distinção. Com a assimetria informacional surge um papel importante para contabilidade de minimizar problemas que possam existir entre as partes, um exemplo seria através dos demonstrativos contábeis, que permitem que os usuários externos conheçam informações de determinada empresa, que até então eram de conhecimento apenas dos gestores.

Um exemplo muito conhecido que descreve as dificuldades que podem ocorrer no mercado devido à informação assimétrica foi proposto pelo professor Akerlof (1970, apud LOPES; MARTINS, 2005). Nesse artigo ele estabelece a existência de dois tipos de carros no mercado: os bons e os ruins. Nesta situação, o vendedor dos carros detém mais informações do que o comprador, o qual se encontra numa posição de assimetria total, não sabendo a real condição dos carros. Neste cenário o comprador poderá oferecer um preço médio, fazendo com que o vendedor de carros bons afaste-se da negociação, pois seu carro estará sendo subavaliado, contudo irá atrair o vendedor de carros ruins, pois seu carro estará sendo superavaliado, sendo assim, nenhuma negociação irá surgir.

A situação hipotética apresentada representa um caso de extrema assimetria da informação, no mundo real o comprador, provavelmente, buscaria um mecânico que o informaria sobre as reais condições dos carros. Isso acontece no mercado financeiro entre investidores e administradores, os quais buscam por auditores a fim de que transmitam “atestados” de fidedignidade das demonstrações contábeis das empresas para que então realizem suas negociações (LOPES; MARTINS, 2005).

Jacques et al. (2011) defenderam a importância da contabilidade na adoção das práticas de governança corporativa, visto que, o próprio mercado exige a apresentação de informações seguras, tempestivas e compreensíveis, capazes de transmitir confiabilidade e o correto diagnóstico empresarial.

A contabilidade possui um papel relevante como mecanismo para diminuição da assimetria informacional. Diante da necessidade de manter o mercado financeiro estável é importante que se estabeleça um equilíbrio entre os diferenciados níveis de

informações geradas para os agentes, a fim de que se estabeleça um ambiente saudável e confiável entre as partes, desta forma será possível diminuir o conflito de agência.

2.2 INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC

O IBGC é uma organização sem fins lucrativos sendo considerada a maior referência no Brasil sobre as melhores práticas de governança corporativa. Estando já na 5ª edição o IBGC apresenta suas alterações e inovações para a sociedade, a fim de que:

[...] cumpram o papel de tornar o ambiente organizacional e institucional brasileiro mais sólido, justo, responsável e transparente. Esperamos que as recomendações aqui contidas contribuam para a criação de melhores sistemas de governança nas organizações, visando a seu bom desempenho e longevidade (IBGC, 2015, p. 14).

Com intuito de beneficiar as organizações o IBGC afirma que:

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

De acordo com IBGC (2015) os quatro princípios básicos que rodeiam todas as práticas do código são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa.

A **transparência** vai muito além do dever de divulgar as informações, consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas informações que sejam do seu interesse, e não apenas aquelas impostas em leis ou regulamentos. **Equidade** nada mais é do que o tratamento justo e igualitário para todas as partes relacionadas, levando sempre em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas. A **prestação de contas (*accountability*)** indica que todos os agentes de governança devem prestar contas de seus atos, assumindo totalmente suas consequências sempre de forma diligente e responsável. E por fim, a **responsabilidade corporativa** que afirma que os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, levando em conta sua longevidade (IBGC, 2015).

As práticas de governança corporativa propostas pelo IBGC (2015) buscam o desempenho sustentável das organizações e permitem com que haja um bom

relacionamento entre os administradores e os investidores, a fim de que realizem as melhores decisões visando o benefício da empresa.

2.3 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA INDICADOS PELA B3

A B3 criou segmentos especiais - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – direcionados aos diferentes perfis de empresas brasileiras, com intuito de desenvolver os mercados de capitais brasileiros (BM&FBOVESPA, 2017). De acordo com Steinberg (2003) o objetivo da criação destes segmentos era garantir um ambiente de negociações que proporcionasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

O argumento utilizado pela B3 foi que, com o surgimento de novos segmentos de listagem, seguindo as boas práticas de governança corporativa, seria possível a redução do risco com os investidores, a redução da assimetria informacional e os direitos e garantias adicionais que poderiam influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações (BM&FBOVESPA, 2017).

De acordo com informações fornecidas pelo *website* da BM&FBOVESPA (2017) todos esses segmentos seguem as regras de governança corporativa, indo além das obrigações que as empresas têm perante a Lei das Sociedades por Ações e tendo por objetivo melhorar a avaliação dos que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.

O *website* da BM&FBOVESPA (2017) também evidenciou, resumidamente, as principais informações que uma empresa deve seguir para aderir aos diferenciados níveis de governança corporativa, como demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN	Ações ON e PN
Percentual mín. de ações em circulação (free float)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25%	25%	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos.	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)
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)

Fonte: adaptado da BM&FBOVESPA (2017).

Souza et al. (2015) constatou que a diferença entre os níveis é a modificação nas exigências da composição. A particularidade do Novo Mercado está na proibição na emissão de ações preferenciais, exigindo que as empresas possuam somente ações ordinárias, ou seja, dá direito igual aos titulares, o que inclui direito a voto e nenhum tipo de restrição ou privilégio.

Souza et al. (2015) também evidenciaram que esta exigência do Novo Mercado contribui especialmente para a governança corporativa das sociedades, uma vez que acaba com o conflito de interesses entre os investidores que possuem ações ordinárias e os investidores que possuem ações preferenciais, consequentemente, assegura o controle da gestão pelos proprietários e diminui problemas de concentração de poder.

De acordo com a B3 os requisitos propostos pelo segmento da Bovespa Mais são semelhantes às exigências do Novo Mercado, porém estão mais direcionados para empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa (BM&FBOVESPA, 2017).

As práticas adotadas pelos segmentos diferenciados de governança corporativa, especialmente o Novo Mercado, estão diretamente ligadas às políticas da governança corporativa. As empresas optam, voluntariamente, pela adoção destas políticas com intuito de atrair e manter os investidores, os quais buscam por empresas transparentes a fim de que possam reduzir os riscos envolvidos.

2.4 RISCO DE MERCADO – COEFICIENTE BETA

Diante de um mercado de incertezas os investidores buscam cada vez mais por empresas que lhes transmitam segurança e transparência. Especialmente em período de instabilidade econômica os investidores tendem a ficarem mais receosos em relação aos seus investimentos, visto isto, as empresas buscam por políticas capazes de atrair esses investidores.

Como já mencionado anteriormente, a governança corporativa é considerada um mecanismo utilizado com intuito alinhar a relação existente entre acionistas e administradores. Vieira e Mendes (2004) afirmaram que melhores níveis de governança corporativa aumentam o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhoram a qualidade das informações prestadas pelas empresas, o resultado disto seria menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado.

Pensando na relação entre retorno e risco surge o *Capital Asset Pricing Model* - CAPM. Bajpaia e Sharma (2015) afirmam que este modelo é o mais fundamental e popular de precificação de ativos. Este modelo tem como objetivo explicar a relação entre o retorno de um ativo e os componentes de risco envolvidos neste retorno. O modelo indica que há somente um componente que explica o processo de geração de retorno de um ativo, que é o risco sistemático ou o risco relacionado com o mercado desse ativo.

O CAPM está diretamente ligado em decisões que envolvem orçamento de capital, definindo o retorno exigido de cada projeto em função dos diferentes níveis de risco assumido. Para cada alternativa de investimento, com nível de risco próprio, o CAPM define uma taxa mínima de retorno requerida (ASSAF NETO, 2014).

Apesar de muito utilizado, o modelo em questão traz algumas dúvidas em relação a sua eficácia. Assaf Neto (2014) afirmou que alguns estudos de mercado demonstraram uma baixa relação entre os retornos históricos das ações e suas medidas de betas de mercado. Outras variáveis, que não o beta, foram entendidas no estudo como mais proximamente relacionadas ao retorno oferecido pelas ações.

O risco sistemático (não-diversificável ou risco de mercado) é aquele risco do qual o investidor não possui controle, como inflações, guerras e crises internacionais. Brealey, Myers e Allen (2013) indicam que estes riscos derivam do próprio mercado, fazendo com que os investidores não consigam eliminá-los. Mediante isso, o risco

sistemático pode ser avaliado pelo grau que uma ação tende a subir ou descer no mercado, e essa tendência é refletida pelo Coeficiente Beta (β), a medida da volatilidade da ação em relação a um grupo de ações (SOUZA et al., 2015).

O Beta (β) é capaz de medir a sensibilidade de um ativo em relação ao mercado. O índice utilizado para medir o mercado é o Ibovespa. Pinheiro (2016) apresenta a seguinte interpretação para Beta (β): se o Beta resultante é igual a 1, isso quer dizer que a empresa tem o mesmo risco que o mercado e, portanto, deve ter o mesmo prêmio de risco. Se o Beta é inferior a 1, tem risco menor, e se é maior que 1, maior risco. O Quadro 2 apresenta esta interpretação de forma detalhada.

Quadro 2 – Valor de Beta (β) em relação ao mercado

Beta Positivo	Reação ao Mercado
2,0	A ação reage duas vezes mais que o mercado. Se o retorno da carteira de mercado é 1%, o retorno da ação será de 2%.
1,0	A ação apresenta a mesma reação ou risco que a carteira de mercado.
0,5	A ação tem a metade da reação do mercado. Se o retorno da carteira de mercado é 2%, o retorno da ação será de 1%.
Beta Negativo	Reação ao Mercado
-2,0	A ação reage duas vezes mais que o mercado em sentido oposto. Se o retorno da carteira de mercado é 1%, o retorno da ação será de 2%.
-1,0	A ação apresenta a mesma reação ou risco que a carteira de mercado em sentido oposto.
-0,5	A ação tem uma reação oposta à reação do mercado com metade da intensidade. Se o retorno da carteira de mercado é 2%, o retorno da ação será de -1%.

Fonte: adaptado de Pinheiro (2016)

O Beta (β) é um índice utilizado para medir a volatilidade das ações. Vieira e Mendes (2004) afirmaram que estudos são realizados com intuito de estabelecer uma relação entre a governança corporativa e volatilidade das ações, busca-se entender se a governança corporativa pode ser considerada redutora da volatilidade das ações. Matucheski, Clemente e Sandrini (2009) afirmam que se isto ocorresse os resultados obtidos poderiam encorajar os investidores institucionais e os que apresentam elevada aversão ao risco a privilegiarem as ações de empresas que praticam governança corporativa.

2.5 PESQUISAS SIMILARES

Estudos foram e, têm sido realizados com intuito de identificar uma relação entre melhores práticas de governança corporativa e a volatilidade do preço das ações.

Vieira e Mendes (2004) objetivaram analisar os impactos da democratização das sociedades, com a participação mais efetiva dos acionistas e a descentralização das decisões com o aumento da autonomia da diretoria no mercado brasileiro e suas empresas. Por meio de uma abordagem histórica da evolução da governança corporativa nas empresas brasileiras, seguida por uma análise de alguns impactos que esta pode ter nos retornos das ações e suas volatilidades, eles verificaram os efeitos das práticas de boa governança sobre as empresas, porém seus resultados foram inconclusivos, entretanto percebeu-se uma superioridade das empresas com boa governança corporativa em relação às outras.

Quental (2007) quis identificar e analisar os impactos da adoção de melhores práticas de governança corporativa sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações das empresas. Através de uma pesquisa qualitativa, com utilização de métodos estatísticos ele afirmou que a adesão aos níveis de governança, de uma forma geral, possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações.

Matuchski, Clemente e Sandrini (2009) investigaram se a GC constitui força redutora da volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como observado na crise financeira de 2008. Por meio de uma pesquisa empírico-analítica eles indicaram que, no quadro de assimetria de informação que caracteriza o mercado acionário brasileiro, a governança corporativa consegue reduzir a volatilidade dos preços das ações em períodos de elevado grau de incerteza.

Já Schwade (2011) quis analisar o impacto no desempenho das ações de uma amostra de empresas que adotam práticas de GC listadas no novo mercado em comparação a outra amostra que não estão listadas neste segmento especial. Com a utilização de uma técnica de coleta e observação de dados, a pesquisa, de caráter exploratório e análise quantitativa, diagnosticou que adoção de práticas de governança corporativa por parte das empresas listadas no Novo Mercado não proporcionam a estas um desempenho maior das ações em comparação às empresas que não estão listadas neste segmento.

Souza et al. (2015) procurou investigar a relação entre GC e o comportamento das ações de empresas do setor de energia elétrica listadas na Bovespa, por meio dos indicadores do Coeficiente Beta e do Índice de Energia Elétrica. Em um formato teórico-empírico, a pesquisa exploratória, com abordagem qualitativa e quantitativa, evidenciou que a governança é capaz de balizar a volatilidade das ações das empresas de energia, uma vez que as mantêm menos voláteis que o mercado, mesmo nos períodos de crise internacional.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nos tópicos a seguir são evidenciados os métodos e técnicas utilizados na elaboração do trabalho para consecução dos objetivos estabelecidos.

“No rol dos procedimentos metodológicos estão os delineamentos, que possuem um importante papel na pesquisa científica, no sentido de articular planos e estruturas a fim de obter respostas para os problemas de estudo” (RAUPP; BEUREN, 2013, p. 76).

3.1 ENQUADRAMENTO DA PESQUISA

Quanto à natureza da pesquisa classifica-se como descritiva, pois segundo Beuren e Raupp (2013) considera-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e explicativa, identificando, relatando, comparando, entre outros aspectos as características de determinada população ou fenômeno.

O procedimento adotado para a coleta de dados considera-se documental, pois acredita-se que “sua notabilidade é justificada no momento em que se podem organizar informações que se encontram dispersas, conferindo-lhe uma nova importância como fonte de consulta” (BEUREN; RAUPP, 2013, p. 89).

Quanto à tipologia utilizada para abordagem do problema será classificada como qualitativa e quantitativa. A abordagem qualitativa, segundo Beuren e Raupp (2013), faz referência a “análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado” e, quantitativa porque pressupõe uma quantidade de objetos em estudo comparáveis, fornecendo dados que podem ser generalizados (GOLDENBERG, 2004).

3.2 INSTRUMENTOS UTILIZADOS

Inicialmente foi composta uma amostra de empresas classificadas no setor de consumo cíclico e não cíclico da B3. A partir das empresas listadas, buscou-se realizar um levantamento do preço de fechamento de suas ações mensais. O procedimento foi realizado com auxílio do *software* Economática e do *software* Microsoft Excel.

3.3 LEVANTAMENTO DA AMOSTRA

Selecionou-se uma amostra de 104 empresas classificadas no setor de consumo cíclico e não cíclico da B3 que foram distribuídas de acordo com os níveis diferenciados de governança corporativa, propostos pela B3.

Após a composição da amostra, extraiu-se o preço mensal de fechamento das ações, durante o período de janeiro de 2014 a dezembro de 2016, com auxílio do *software* Economática. O *software* deu prioridade para as ações ordinárias, na ausência destas, selecionaram-se as preferenciais. Considerou-se também, um período de tolerância de sete dias para coleta dos dados, ou seja, se no último dia do mês não houvesse sido divulgado o preço de fechamento da ação o *software* estabeleceria um intervalo de sete dias a fim de que se encontrasse.

Como o intuito do trabalho é analisar o comportamento no preço das ações durante um período de instabilidade econômica, selecionou-se o período de janeiro de 2014 a dezembro de 2016 para realização do estudo devido aos acontecimentos que mexeram com a economia do país, como o impeachment da Presidente Dilma Rousseff e os desdobramentos da Operação Lava Jato envolvendo a empresa Petrobrás.

Contudo, foram excluídas 22 empresas da amostra, pois não apresentaram o valor referente ao preço de fechamento mensal da ação por um período superior a três meses consecutivos. Logo, a amostra final compreendeu 82 empresas. Para classificação das empresas optou-se por dividi-las em apenas em dois grupos para análise: as pertencentes a algum nível de governança corporativa e as pertencentes ao mercado tradicional. O Quadro 3 evidencia as empresas selecionadas e, classificadas de acordo com o segmento de listagem proposto pela B3.

Quadro 3 – Listagem de empresas classificadas por segmento de listagem da B3

Segmento de Listagem da B3		
Nível Diferenciado de Governança Corporativa		Mercado Tradicional
Alpargatas	Saraiva Livr	Advanced-Dh
P.Acucar-Cbd	Viavarejo	Ambev S/A
Anima	Lojas Renner	Bic Monark
Arezzo Co	M.Diasbranco	Bombril

Segmento de Listagem da B3		
Nível Diferenciado de Governança Corporativa		Mercado Tradicional
B2W Digital	Magaz Luiza	Cambuci
Biosev	Marfrig	Coteminas
Brasilagro	Metal Leve	Dohler
BRF SA	Minerva	Estrela
Cia Hering	MRV	Excelsior
Cr2	Multiplus	Grazziotin
Cvc Brasil	Natura	Guararapes
Cyrela Realt	PDG Realt	Hercules
Direcional	Pomifrutas	Hoteis Othon
Estacio Part	Rodobensimob	IGB S/A
Even	Rossi Resid	Karsten
Eztec	Sao Martinho	Lojas Americ
Gafisa	Ser Educa	Minupar
Grendene	SLC Agricola	Mundial
Helbor	Smiles	Pettenati
Hypermarcas	Somos Educa	Plascar Part
Iochp-Maxion	Springs	Santanense
JBS	Technos	Tectoy
JHSF Part	Tecnisa	Teka
Kroton	Terra Santa	Tex Renaux
Le Lis Blanc	Time For Fun	Vulcabras
Localiza	Trisul	Whirlpool
Locamerica	Unicasa	
Lojas Marisa	Viver	

Fonte: elaboração própria.

Como observado no Quadro 3, a amostra resultou em 56 empresas enquadradas em algum nível diferenciado de governança corporativa e 26 pertencentes ao mercado tradicional. Por meio do *software* Economática obteve-se o preço de fechamento mensal da ação de cada empresa no período de janeiro 2014 a dezembro 2016.

Ressalta-se que, dentre a amostra selecionada, algumas empresas em determinados meses não apresentaram o valor mensal de fechamento da ação. A fim de não excluir essas empresas da amostra, realizou-se uma média entre o preço da ação do

mês anterior e o preço da ação do mês seguinte, obtendo, dessa forma, uma média para o preço da ação no mês em questão.

As informações obtidas foram exportadas para o *software* Microsoft Excel com intuito de verificar o comportamento do preço das ações das empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, por meio do Coeficiente Beta (β), e compará-las com as empresas do mercado tradicional.

O coeficiente utilizado para medir a sensibilidade das ações em relação ao mercado durante o período em estudo foi o Coeficiente Beta (β). Este coeficiente é capaz de determinar o risco relativo de um ativo em relação ao desempenho do mercado.

Assaf Neto (2014) utiliza a seguinte fórmula para encontrar o valor do Coeficiente Beta (β) foi:

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

Onde, β_p é o beta do ativo, Cov é a covariância, Var é a variância, r_p é o retorno do ativo e, r_b é o retorno do Ibovespa (mercado).

Com intuito de encontrar o valor para Beta (β), realizaram-se os seguintes procedimentos com auxílio do *software* Excel:

- a) Cálculo da variação das empresas, bem como do Ibovespa;
- b) Cálculo da covariância de cada empresa. Relacionando a variação da empresa com a variação do Ibovespa, por meio da função COVAR.
- c) Cálculo da variância do Ibovespa, com base na sua variação, utilizando a função VAR.P do Excel.

Para verificação dos dados obtidos, analisou-se cada ano de forma individual e, sucessivamente, de forma comparativa entre eles.

Assaf Neto (2014) afirmou que quando o resultado do beta de um ativo for igual a 1,0 quer dizer que a ação se movimenta na mesma direção da carteira de mercado em termos de retorno esperado. Ou seja, o risco da ação é igual ao risco sistemático do mercado todo.

Quando o beta de uma ação for superior a 1,0 demonstra um risco total mais alto que o risco sistemático da carteira de mercado, sendo interpretado como um

investimento “agressivo”. O retorno e o risco esperado seriam superiores ao de mercado (ASSAF NETO, 2014).

E por fim, quando o beta da ação for inferior a 1,0 , tem-se um ativo com característica “defensiva”, evidenciando um risco e retorno menor que o da carteira de mercado (ASSAF NETO, 2014).

Para determinar a partir de qual resultado poderia-se considerar o risco do Beta como baixo (defensivo), neutro ou agressivo, calculou-se o desvio padrão da amostra com auxílio do *software* Microsoft Excel, por meio da função DESVPAD.P.

Por meio desta abordagem obtiveram-se os seguintes resultados, podendo ser evidenciados no Quadro 4.

Quadro 4 – Desvio padrão

Período	Desvio Padrão
2014	0,57
2015	0,75
2016	0,87

Fonte: elaboração própria.

Com base no valor obtido do desvio padrão, interpretam-se os valores de Beta (β) conforme exemplificado no Quadro 5:

Quadro 5 – Análise dos valores de Beta (β)

Período	Beta	Classificação
2014	Menor que 0 (negativo)	Contra o Mercado
	0 a 0,57	Baixo
	0,57 à 1,57	Neutro
	Maior que 1,57	Agressivo
2015	Menor que 0 (negativo)	Contra o Mercado
	0 a 0,75	Baixo
	0,75 a 1,75	Neutro
	Maior que 1,75	Agressivo
2016	Menor que 0 (negativo)	Contra o Mercado
	0 a 0,87	Baixo
	0,87 à 1,87	Neutro
	Maior que 1,87	Agressivo

Fonte: elaboração própria.

Após a realização dos cálculos e com a base de dados configurada, parte-se então para a análise dos resultados.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo aborda-se a análise dos resultados. Os dados foram coletados e analisados por meio dos *softwares* Economática e Microsoft Excel. O intuito é avaliar o comportamento do preço das ações das empresas selecionadas, através do Coeficiente Beta (β), a fim de comparar empresas com níveis diferenciados de governança corporativa e empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

4.1 ANÁLISES DOS RESULTADOS

Neste tópico são apresentadas as análises dos dados, interpretados por meio do Coeficiente Beta (β), comparando empresas com níveis diferenciados de governança corporativa com empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

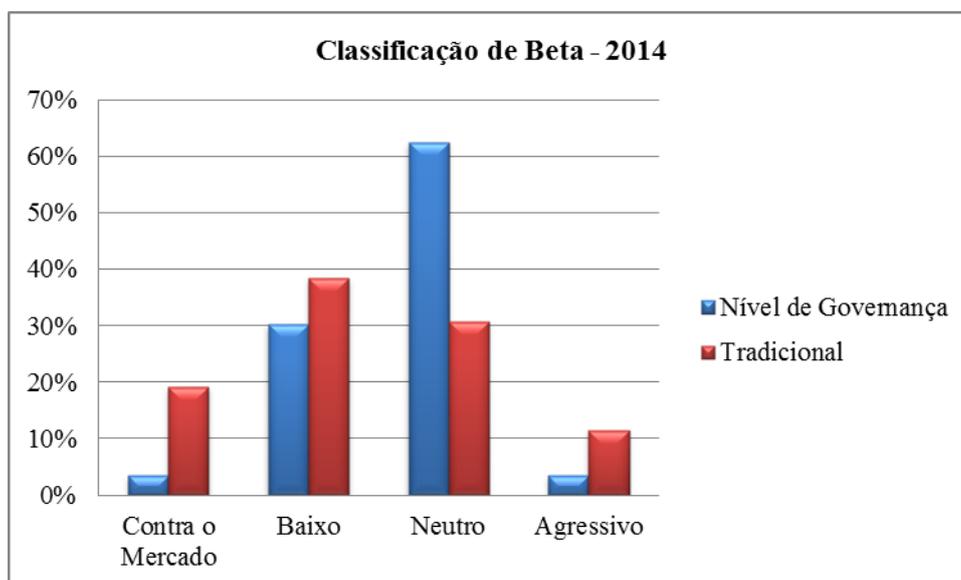
4.1.1 Análise do ano de 2014

O ano de 2014 foi marcado pelo surgimento da Operação Lava Jato coordenado pela Polícia Federal, a qual investigou o esquema bilionário de desvio e lavagem de dinheiro envolvendo a Petrobrás (EXAME, 2017). A empresa apresentou prejuízos significantes decorrentes do ano de 2014. Este acontecimento mexeu com a economia do país e principalmente com a confiança dos investidores. Durante este período as ações da Petrobrás apresentaram significativas quedas, o que consequentemente fez a empresa perder seu valor de mercado (BM&FBOVESPA, 2017). A Revista Exame (2014) também informou que o Ibovespa fechou o ano com 50.007 pontos,

apresentando baixa de 2,93% em relação ao ano de 2013. Todos estes fatores geraram um reflexo negativo sobre o mercado brasileiro, além do que deixa os investidores muito mais inseguros e receosos em relação aos seus investimentos.

Para analisar o comportamento das empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico durante o ano de 2014, calculou-se o valor de Beta e verificou-se o perfil das empresas em estudo. O Gráfico 1 evidencia os resultados obtidos para o período em análise.

Gráfico 1 – Classificação de Beta – 2014



Fonte: elaboração própria.

Analisando o Gráfico 1, observa-se que a maior parte das empresas, aproximadamente 62%, que detém algum nível diferenciado de governança apresentaram valores de Beta entre 0,57 a 1,57, sendo considerados como neutro (valores podem ser evidenciados no Quadro 4). Portanto, no ano de 2014, 62% das empresas classificadas em algum nível de governança corporativa apresentaram um comportamento próximo ao do mercado (Ibovespa). Isto quer dizer que elas não evidenciaram grandes variações no preço de suas ações se comparado ao Ibovespa.

Já as empresas classificadas no mercado tradicional tiveram maior concentração, aproximadamente 38%, de Beta entre 0 e 0,57, sendo considerados como baixo. Logo, essas empresas possuem característica de um investimento mais defensivo, apresentando risco x retorno baixo, indicando menor variação no preço das ações quando comparado ao mercado (Ibovespa).

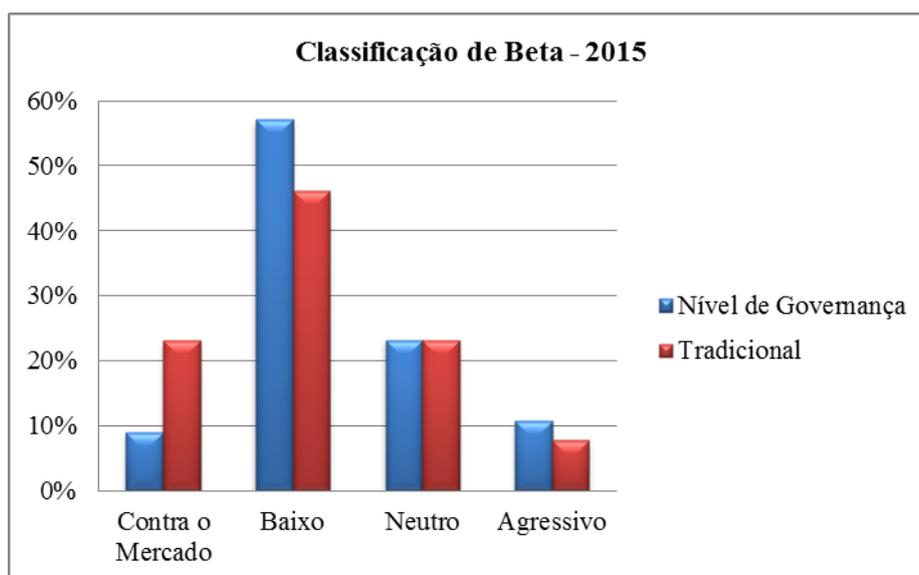
Nota-se também que neste período houve uma pequena concentração de empresas enquadradas no perfil agressivo. Destaca-se o percentual de 12% de empresas do mercado tradicional contra o percentual de apenas 4% das empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. Observa-se, então, durante o ano de 2014 que as empresas do mercado tradicional ofereciam maior retorno x risco para os investidores quando comparado às empresas com níveis diferenciados de GC.

4.1.2 Análise do ano de 2015

Durante o ano de 2015 o mercado financeiro ainda sofre com os reflexos negativos causados pela crise política, os desdobramentos da Operação Lava Jato, a recessão econômica e a perda do grau de investimento (ESTADÃO, 2015). Neste período o índice Ibovespa alcançou a marca de, aproximadamente, 43.000 pontos (BM&FBOVEPSA, 2017), deixando os investidores em alerta.

Diante de um mercado de incerteza o investidor pode optar por empresas que apresentem maior estabilidade. O Gráfico 2 evidencia o comportamento do índice Beta das empresas analisadas durante o período de 2015.

Gráfico 2 – Classificação de Beta – 2015



Fonte: elaboração própria.

Neste período nota-se uma mudança na concentração das empresas com níveis de governança corporativa, apresentado, aproximadamente, 57% de seu Beta entre 0 e 0,75, indo ao encontro das empresas do mercado tradicional que apresentaram um crescimento em relação ao ano anterior, detendo, aproximadamente, 46% de suas empresas com Beta entre 0 e 0,75. Equivale dizer que as empresas estão apresentando um risco x retorno menor que a média do mercado (Ibovespa).

Vale destacar que no ano de 2015 as empresas apresentaram um perfil para investidores mais conservadores, isto é, as empresas demonstraram baixa volatilidade em relação ao mercado (Ibovespa), com chances menores de sofrer oscilações no preço de suas ações. Isto pode ser proveniente da instabilidade do mercado (Ibovespa), o qual passava por um período de baixa, chegando a alcançar a marca dos 43.000 pontos.

Contudo, é importante destacar que neste período de instabilidade do mercado houve um crescimento das empresas que apresentaram betas abaixo de zero, contrariando o comportamento do mercado. Aproximadamente 9% das empresas com níveis de governança corporativa apresentaram Beta abaixo de zero, enquanto as empresas do mercado tradicional demonstraram percentual um pouco maior, na casa dos 23%. Vale dizer que essas empresas apresentam um comportamento inverso ao mercado, isto é, quando o mercado cresce o investimento diminui e vice-versa.

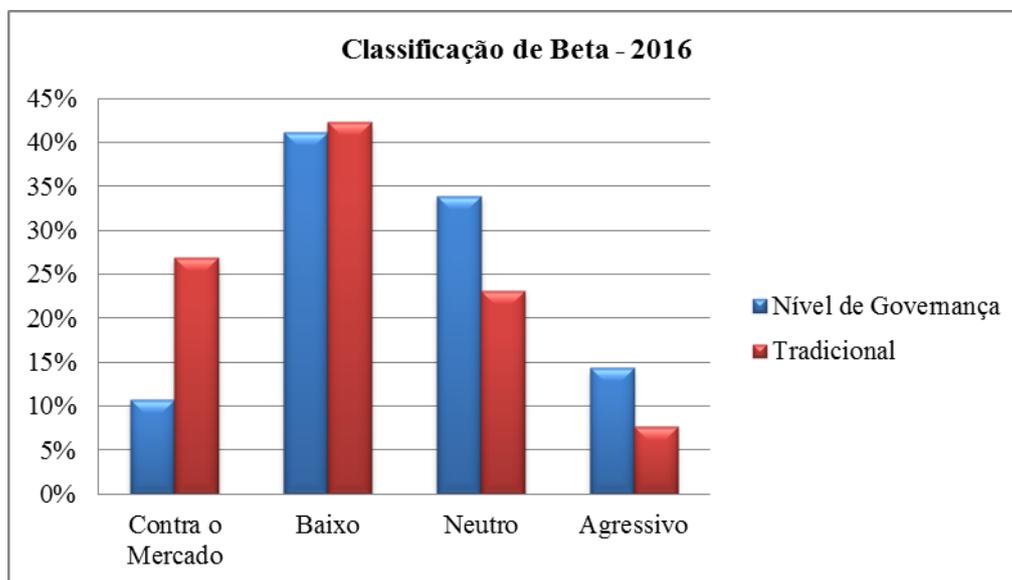
É importante evidenciar também que as empresas do mercado tradicional enquadradas no perfil agressivo apresentaram uma queda no seu percentual em relação ao ano anterior, alcançando a marca de 8%. Em contrapartida as empresas com níveis diferenciados de GC demonstraram um crescimento nesta categoria, obtendo um percentual de, aproximadamente, 11%.

4.1.3 Análise do ano de 2016

O ano de 2016 foi marcado pelo *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff. O ano apresentava grande instabilidade, especialmente o índice Ibovespa, porém percebe-se que após o *impeachment* o índice Ibovespa começa a apresentar melhores resultados, fechando o ano em 60.227 pontos, demonstrando um ambiente mais otimista e aparentemente com maior estabilidade. A análise realizada para o ano de 2016 tem

como objetivo verificar qual o comportamento das empresas durante este período. O Gráfico 3 evidencia de forma detalhada.

Gráfico 3 – Classificação de Beta – 2016



Fonte: elaboração própria.

Em relação a 2015, percebe-se redução no percentual de empresas que apresentaram Beta baixo. Esta redução acontece em ambos os segmentos de listagem: nível diferenciado de governança e mercado tradicional. Apesar desta redução, a concentração das empresas analisadas ainda apresenta Beta baixo, aproximadamente 40%.

Observa-se crescimento das empresas de níveis diferenciados na classificação de betas neutros, alcançando o percentual de, aproximadamente, 34%.

É importante salientar o aumento no percentual de empresas com níveis diferenciados de GC classificadas com betas agressivos, alcançando a marca de 14%. Já as empresas do mercado tradicional mantiveram o percentual de 8%.

Ressalta-se que este período apresentou o maior desvio padrão, 0,87. Este valor pode ser explicado devido ao crescimento no percentual de empresas que contrariam o mercado, ou seja, apresentam betas negativos. Destacam-se as empresas do mercado tradicional, que atingiram a marca de, aproximadamente, 27%. Logo, as empresas com Beta negativo reagem no sentido oposto ao mercado, isto é, se o mercado apresentar crescimento, os investimentos das empresas em análise diminuem.

4.1.4 Análise Geral

Em uma análise geral, percebe-se que, as empresas com níveis diferenciados de GC, ao longo dos três anos, apresentaram baixa volatilidade, ou seja, a maior parte das empresas manteve seu valor de beta entre baixo e neutro, demonstrando uma variação menor ou próxima ao mercado (Ibovespa).

Ao realizar uma comparação entre empresas do mercado tradicional e empresas com níveis diferenciados de GC, percebe-se que, em uma média geral, as empresas não apresentaram diferenças significativas quando observada a concentração de empresas com betas baixos. Entretanto, ao analisar empresas com betas baixos e neutros, nota-se que as empresas com boas práticas de GC detêm o maior percentual de empresas nestas classificações.

Pode-se verificar que, durante o período analisado, as empresas com níveis diferenciados de GC, no caso do setor de consumo, indicaram valores de betas mais baixos que as empresas do mercado tradicional, evidenciando que empresas com boas práticas de governança corporativa apresentam ativos menos voláteis.

Ademais, vale destacar que, durante o ano de maior instabilidade do Ibovespa (2015), quando atingiu a marca de 43.000 pontos, as empresas detiveram grande concentração de seus betas baixos. Isto indica que, diante deste cenário de incerteza, as empresas retrataram um quadro mais cauteloso, oscilando menos que o mercado (Ibovespa) e, revelando risco x retorno mais baixo. Vale destacar que, hoje o Ibovespa apresenta aproximadamente 73.000 pontos, quase 70% a mais que em 2015.

Faz-se importante destacar a evolução no percentual das empresas com níveis diferenciados de GC que indicaram betas agressivos, isto é, apresentam variações maiores que o mercado. Ao longo dos anos de 2014, 2015 e 2016, evidenciaram percentuais de 4%, 11% e 14%, respectivamente. Isto quer dizer que, apesar da instabilidade econômica, estas empresas arriscaram-se mais, apresentando risco x retorno maior que o mercado (Ibovespa).

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O presente trabalho buscou verificar a relação de empresas com níveis diferenciados de GC e o comportamento do preço das ações, por meio do Coeficiente Beta (β), e comparar com empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

Para constatar se a governança corporativa tem relação com o comportamento das ações, foram selecionadas empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico da B3 que possuíam níveis diferenciados de governança corporativa, bem como as que não se enquadravam nesses segmentos (mercado tradicional).

A partir da análise de resultados, conclui-se que em todos os períodos analisados as empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa exibiram sua classificação de betas baixos e neutros, ou seja, evidenciaram um perfil para investimento mais defensivo, isto é, menos voláteis, apresentando menor probabilidade de sofrer oscilações nos preços das ações em relação ao mercado (Ibovespa).

Esses resultados vão ao encontro com a pesquisa de Matucheski, Clemente e Sandrini (2009) que afirmaram que a governança corporativa consegue reduzir a volatilidade dos preços das ações em períodos de elevado grau de incerteza.

Vale destacar que, em relação ao percentual de empresas que apresentaram betas baixos não houve grandes diferenças a serem destacadas. Porém, quando analisado os betas baixos e neutros, percebe-se que as empresas com boas práticas de GC detiveram maior concentração nestas classificações de betas. Concluindo que, em relação ao mercado (Ibovespa), as empresas com níveis diferenciados de GC apresentaram menor volatilidade no preço de suas ações do que empresas do mercado tradicional.

Ademais, vale dizer que a maioria das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de GC, bem como as do mercado tradicional, chama a atenção de investidores mais cautelosos que estão abertos a investimentos que lhes ofereçam risco x retorno próximo ou inferior ao mercado (Ibovespa), especialmente em períodos de instabilidade econômica.

5.1 LIMITAÇÕES

Dentre as limitações encontradas na realização do presente estudo, destaca-se a utilização apenas das empresas pertencentes ao setor de consumo. Desta forma, os resultados apresentados referem-se somente às empresas deste setor, não podendo ser generalizados, pois vale destacar que se a pesquisa for realizada em outro setor da B3 outros resultados poderiam ser encontrados.

Outro fator limitante para pesquisa foi o período analisado, janeiro de 2014 a dezembro de 2016. Neste período o país passava por diversos acontecimentos que mexeram com a economia, afetando todo o mercado financeiro. Visto isto, os resultados podem ter sido influenciados por estes episódios.

Vale lembrar que não foram considerados fatores inerentes as particularidades individuais de cada empresa ou de setores específicos, os quais também influenciam no preço das ações.

5.2 RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

O presente estudo buscou verificar qual a relação entre empresas com níveis diferenciados de GC e o comportamento do preço das ações, por meio do Coeficiente Beta (β), e comparar com empresas do mercado tradicional, especialmente em períodos de instabilidade econômica.

Sugere-se que sejam analisados outros setores para verificar se este resultado é uma particularidade do setor de consumo da B3, ou se pode ser aplicado a outros setores.

Recomenda-se também, uma análise de outros períodos, inclusive de períodos em que o país não esteja enfrentando crises econômicas, a fim de realizar uma comparação dos períodos de instabilidade econômica com períodos de estabilidade econômica do país.

Ademais, é importante destacar que o estudo utilizou o indicador de Coeficiente Beta (β) para análise dos resultados. Portanto, recomenda-se a aplicação de outros indicadores, bem como testes de hipóteses para comprovar os resultados encontrados.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

AZEVEDO, Rita. Veja o que aconteceu em cada fase da Operação Lava Jato. **EXAME**, São Paulo, 2 ago. 2017. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/brasil/veja-o-que-aconteceu-em-cada-fase-da-lava-jato/>. Acesso em: 20 set. 2017.

BAJPAI, S.; SHARMA, A. K. An empirical testing of capital asset pricing model in India. **XVIII Annual international conference of the society of operations management**, p.259-265, 2015.

BEUREN, Ilse Maria (Org.) et al. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade - Teoria e Prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522486977/cfi/3!/4/4@0.00:60.8>. Acesso em: 30 ago. 2017.

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros. Governança Corporativa. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em 20 jul. 2017.

BONISEN, Marcela Lobato. **Governança corporativa nas empresas: estudo de caso do Magazine Luiza**. 2011. 16 f. TCC (Graduação) - Curso de Administração de Empresas, Faculdade de Administração da Faap, São Paulo, 2011. Disponível em: <http://estrategica.fAAP.br/ojs/index.php/estrategica/article/download/9/6>. Acesso em: 26 jul. 2017.

BREALEY, R., A.; MYERS, S., C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10. ed. Porto Alegre: Amgh Editora Ltda., 2013.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 3, n. 37, p.19-32, jul/set. 2002. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva>. Acesso em: 28 ago. 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa**. Brasília, 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2017.

GOLDENBERG, Mirian. **A arte de pesquisar**. 8 ed. Rio de Janeiro: Record, 2004.
IDOETA, Paula Adamo. Como a Petrobras virou 'dor de cabeça' para governo e investidores. **BBC Brasil**, São Paulo, 21 mar. 2014. Disponível em: http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2014/03/140320_petrobras_governo_pai. Acesso em: 20 set. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/2014/files/CMPGPT.pdf>>. Acesso em: 03 jul. 2017.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Org.). **Governança Corporativa**. 2017. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 10 jul. 2017.

JACQUES, Flávia Verônica Silva et al. Contabilidade e a sua relevância nas boas práticas de Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 8, n. 16, p.37-64, 24 dez. 2011.

LISOT, Altair. OS PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO PROCESSO DE MODERNIZAÇÃO DA GESTÃO DA SEGURANÇA PÚBLICA NO BRASIL. **Revista Ordem Pública**, Santa Catarina, v. 5, n. 1, p.1-27, jul. 2012. Semestral. Disponível em: <<https://rop.emnuvens.com.br/rop/article/view/45>>. Acesso em: 24 jul 2017.

LOPES, Aleksandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: Uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MATUCHESKI, Silvio; CLEMENTE, Ademir; SANDRINI, Jackson Ciro. Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008. **Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 2, n. 2, p.171-183, ago. 2009.

NAKAYAMA, Wilson Kazumi. **Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15**. 2012. 153 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, FEA/USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

PAVANI, Luana. Bovespa fecha 2014 com volume financeiro de R\$ 1,80 trilhão. **EXAME**, São Paulo, 7 jan. 2015. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/bovespa-fecha-2014-com-volume-financeiro-de-r-1-80-trilhao/>>. Acesso em: 20 set. 2017.

PEREIRA, Renée, Bovespa recua sete anos e tem o pior resultado entre maiores bolsas globais. **ESTADÃO**, São Paulo, 30 dez. 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bovespa-recua-sete-anos-e-tem-o-pior-resultado-entre-maiores-bolsas-globais,10000005981>>. Acesso em: 20 set. 2017.

PINHEIRO, J., L. **Mercado de Capitais**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

QUENTAL, Guilherme de Araujo Jorge. **INVESTIGAÇÃO DOS IMPACTOS DA ADESÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS AOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**. 2007. 58 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Instituto Coppead, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

REIS, Rafael Domingos Cattete. **Governança Corporativa: Assimetria de informações entre Acionistas e Gestores**. 2011. 70 f. TCC (Graduação) - Curso de

Ciências Econômicas, Centro Sócio Econômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2011. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/121222>>. Acesso em: 25 jul. 2017.

SCHWADE, Geovani. **UM ESTUDO SOBRE O IMPACTO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS AÇÕES**. 2011. 83 fls. Monografia do Curso de Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

SILVA, Alex Sandro Rodrigues da; SATIM, Luciana Aparecida; SOUZA, Maria Eloina Alves de. **A LEI SARBANES OXLEY E SEUS EFEITOS NAS TRANSPARÊNCIAS PARA OS INVESTIDORES BRASILEIROS EM EMPRESAS S/A**. 2007. 16 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Unicastelo, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://www.praticacontabil.com/contadorperito/Lei_Sarbanes_Oxley_e_seus_efeitos.pdf>. Acesso em: 11 set. 2017.

SILVA, Sabrina Soares da et al. Conflito de agência em organizações cooperativas: um ensaio teórico. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v. 13, n. 1, p.63-76, nov. 2011.

SOUZA, Gustavo Henrique Silva de et al. Corporate governance and performance of the stocks of companies from the Brazilian electricity sector listed in Bovespa. **Revista de Negócios: Studies on emerging countries**, Alagoas, v. 20, n. 1, p.13-28, abr. 2015.

STEIBERG, Herbert (Org.) et al. **A dimensão humana da governança corporativa**: pessoas criam as melhores e as piores práticas. 2. ed. São Paulo: Gente, 2003.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Do BNDES**, Rio De Janeiro, v. 11, n. 22, p.103-122, dez. 2004. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev2205.pdf>. Acesso em: 28 ago. 2017.