



GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DOS RETORNOS DOS ÍNDICES DA B3

CORPORATE GOVERNANCE: AN ANALYSIS OF B3 INDEX RETURNS

GOBIERNO CORPORATIVO: UN ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DE LOS ÍNDICES B3

LAURA LICHTENECKER DA SILVA

Bacharel em Administração pelo Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia Farroupilha (IFFar).

BRUNO MILANI

Bacharel em Administração pelo Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia Farroupilha (IFFar).

RESUMO

Governança Corporativa é um sistema que dirige, monitora e incentiva as empresas e demais organizações. O presente estudo teve como objetivo analisar as diferenças de performance entre as empresas listadas nos índices de Governança Corporativa e nos índices amplos da Bolsa, Brasil, Balcão (B3), entre os anos de 2014 a 2018. Para isso, foi calculado o Índice de Sharpe Dinâmico, utilizando como medida de risco a volatilidade estimada através de um Modelo GARCH. Os Índices de Governança Corporativa apresentaram menor volatilidade e maior Índice de Sharpe em relação aos demais. Porém, após ser realizado o Teste t, constatou-se que não há diferença estatisticamente significativa entre os índices de Sharpe em relação aos Índices de Governança Corporativa e aos Índices Amplos.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Performance. Volatilidade.

ABSTRACT

Corporate Governance is a system that directs, monitors and encourages companies and other organizations. The present study aimed to analyze the performance differences between the companies listed in the Corporate Governance indexes and in the broad indexes of the Brazil, Branch (B3) Stock Exchange, during the years 2014 to 2018. For this, the Sharpe Index was calculated Dynamic, using the volatility estimated by a GARCH Model as a risk measure. The Corporate Governance Indexes showed less volatility and a higher Sharpe Index in relation to the others. However, after the t test was performed, it was found that there is no statistically significant difference between the Sharpe indices of the Corporate Governance Indexes and the Broad Indices.

Key-Words: Corporate Governance. Performance. Volatility.





RESÚMEN

El Gobierno Corporativo es un sistema que dirige, monitorea e incentiva a las empresas y otras organizaciones. El presente estudio tuvo como objetivo analizar las diferencias de desempeño entre las empresas listadas en los índices de Gobierno Corporativo y en los índices amplios de la Bolsa de Valores de Brasil, Balcão (B3), entre los años 2014 a 2018. Para ello, fue utilizado el Dynamic Sharpe, con la volatilidad estimada a través de un Modelo GARCH como medida de riesgo. Los Índices de Gobierno Corporativo mostraron menor volatilidad y un índice Sharpe más alto en relación a los demás. Sin embargo, después de realizar la prueba t , se encontró que no existe una diferencia estadísticamente significativa entre los índices de Sharpe en relación con los índices de gobierno corporativo y los índices generales.

Palabras clave: Gobierno Corporativo. Rendimiento. Volatilidad.

1 INTRODUÇÃO

A partir de 1998, de acordo com estudo feito por Ribeiro (2014), ficaram mais recorrentes pesquisas acerca do tema Governança Corporativa, a qual se tornou um dos principais instrumentos para obter um desempenho satisfatório nos negócios, dado que a adoção dessa prática é vista como benéfica às empresas. As práticas de Governança Corporativa são consideradas mecanismos que possibilitam maior transparência aos envolvidos com a empresa e são capazes de reduzir as desarmonias de informações que existem entre os proprietários e os administradores (VIEIRA; MENDES, 2004). No entanto, sua implantação incorre em custos que necessitam ser avaliados, o que se torna mais evidente a partir de resultados incongruentes de estudos anteriores.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a Governança Corporativa representa a união de instrumentos que garantem aos fornecedores o retorno sobre seu investimento. Para Rabelo e Silveira (1999) as práticas de Governança Corporativa são modos de incentivo e de solução de problemas, possibilitando o seguimento das relações comerciais. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2019), as boas práticas de Governança Corporativa buscam alinhar os interesses com o intuito de conservar e potencializar o valor econômico a longo prazo, possibilitando uma gestão estratégica e objetivando a maximização da qualidade de Governança Corporativa existente nas empresas.





Silveira (2002) indica que empresas que dispõem de uma estrutura de Governança Corporativa atingem melhores resultados e são mais bem avaliadas no preço de suas ações. À vista disso, pode-se entender que a Governança Corporativa influencia no desempenho da empresa e no seu valor de mercado. Conforme estudo de Berthelot, Morris e Morril (2010) as boas práticas de Governança Corporativa estão ligadas não somente ao valor da empresa como também aos resultados contábeis que elas obtêm. Da mesma forma, um estudo feito por Bhagat e Bolton (2008) apresentou a existência de uma relação favorável entre boas práticas de Governança Corporativa e o desempenho contábil-financeiro de uma empresa.

Em contraponto, Antunes e Costa (2007) não constataram uma relação expressiva entre as boas práticas de Governança Corporativa e variáveis contábeis. Similarmente, Rabelo (2007) não encontrou uma ligação entre Governança Corporativa e o desempenho financeiro e Silveira (2002) não detectou influência do valor das empresas, em consequência de boas práticas de Governança Corporativa.

Logo, percebe-se que a questão não foi satisfatoriamente solucionada. Nessa perspectiva, o objetivo deste estudo é analisar as diferenças de performance entre as empresas listadas nos índices de Governança Corporativa e as listadas nos índices amplos da Bolsa, Brasil, Balcão (B3) entre os anos de 2014 a 2018. Pretende-se obter resultados importantes para as empresas compreenderem os benefícios da adoção das práticas de Governança Corporativa, uma vez que a aplicação dessas práticas promove uma gestão mais transparente e justa a todos, beneficiando, assim, a sociedade em geral e possibilitando aos investidores ter ciência dos riscos das empresas em que estão investindo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A GOVERNANÇA CORPORATIVA





Governança Corporativa é um sistema que dirige, monitora e incentiva as empresas e demais organizações (IBGC, 2019). O surgimento dos sistemas de Governança Corporativa se deu pela necessidade de estabilizar a relação entre agentes e proprietários. Dessa forma, o sistema de Governança Corporativa reúne processos formais e práticas para supervisionar o corpo gestor da organização (LEAL et al, 2002). Para Correia e Amaral (2006) a principal função dos sistemas de Governança Corporativa é solucionar as divergências existentes entre os investidores, fornecedores, funcionários, clientes e sociedade em geral. Child e Rodrigues (2003) afirmam que a maior preocupação da Governança Corporativa está na maneira como os agentes são estimulados a priorizar os interesses da organização, garantindo um retorno sobre seus investimentos.

De acordo com Turnbull (1997), a Governança Corporativa é utilizada como meio para englobar questões relacionadas ao poder de controle e direção de uma organização, como também distintos âmbitos e modos das suas operações e variados interesses que tem relação com as atividades das corporações. Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2019), a Governança Corporativa viabiliza o alcance das empresas ao capital para investimentos e contribui para assegurar um tratamento justo a todos envolvidos nos processos da organização. É uma forma de sustentação para o equilíbrio financeiro, o rendimento econômico e o avanço sustentável. A Governança Corporativa compreende gerar mecanismos externos e internos, os quais garantem que os interesses dos investidores sejam levados em consideração na tomada de decisões corporativas (SILVEIRA, 2002). La Porta (2000) complementa que a Governança Corporativa caracteriza mecanismos que protegem os acionistas contra a expropriação por parte dos diretores.

Os mecanismos de Governança Corporativa podem ser motivados a buscar a diminuição dos custos de agência sob quatro aspectos: a influência do ambiente legal, político e regulatório; a influência do mercado de capitais, de fusões e aquisições; a influência dos concorrentes e das leis de mercado; a influência dos mecanismos internos de Governança Corporativa (JENSEN, 1993).





Desse modo, Governança Corporativa é o conjunto de relações existentes entre os *stakeholders* de uma empresa (OCDE, 2019), nos quais seus mecanismos são usados entre os mais variados públicos, internos e externos, tendo como objetivo facilitar o acesso ao capital e melhorar o desempenho da empresa. (IBGC, 2019). Criado em 1995, a finalidade do IBGC era aprimorar a Governança Corporativa no Brasil e, no mesmo ano, lançou o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, que foi revisado em 2002 e dividido em seis temas: Propriedade, Conselho de Administração, Função do Presidente, Auditoria, Conselho Fiscal e Ética/conflito de interesses.

O movimento de Governança Corporativa no Brasil mostrou uma evolução a partir de 2001, quando foi instaurada a lei nº 10.303 com intuito de assegurar os direitos de acionistas minoritários, a qual trouxe importantes mudanças como, por exemplo, a possibilidade da participação de um representante dos empregados no Conselho de Administração e o direito dos acionistas minoritários, desde que representem 15% das ações com direito a voto, elegerem um membro para o Conselho de Administração (SILVEIRA, 2006). De acordo com dados do IBGC (2019), o avanço da Governança Corporativa no Brasil aconteceu por motivos como as necessidades de financiamento, os processos de privatizações, a postura mais ativa dos investidores e a intensificação dos investimentos de fundos de pensão.

Pesquisas anteriores que relacionam a Governança Corporativa com o desempenho econômico-financeiro usaram variados indicadores. Barney (1997) propõe não somente indicadores contábeis, como também indicadores de sobrevivência, uma vez que índices extraídos de demonstrações financeiras não são uma uniformidade para acompanhar o desempenho das empresas (OKIMURA et al, 2007).

Conforme Gitman (2010), para analisar e monitorar o desempenho da empresa, deve ser feita a análise de índices usando métodos para interpretar e calcular os índices financeiros, considerando que o resultado dessas análises é de interesse tanto para acionistas e credores quanto para administradores do próprio negócio.

Resultados apontados em estudos anteriores feitos por Catapan e Colauto (2014) e Oliveira Lima et al (2015) constataram que há uma relevante ligação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro das empresas, o que





fortalece a significância da Governança Corporativa no meio empresarial. Da mesma forma, os autores evidenciaram uma diferença entre o desempenho econômico das empresas listadas nos três segmentos de mercado da B3, sendo o NM mais satisfatório que N2 e N2 mais satisfatório que N1. Em estudo feito por Almeida et al (2010), no qual foram analisadas apenas as empresas brasileiras não listadas na B3, foi obtido um resultado positivo quando relacionado o retorno sobre os ativos da empresa com a qualidade de Governança Corporativa, firmando assim o conceito de que há um impacto no desempenho das empresas quando adotada melhores práticas de Governança Corporativa.

Os resultados encontrados por Fragoso (2019) mostram que as empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa, quando analisadas em períodos de crescimento e de crise, apresentam um desempenho mais satisfatório do que as empresas que estão listadas no índice Ibovespa.

Todavia, Vieira et al (2011) expôs que as melhorias de estrutura de capital e desempenho das empresas são pouco influenciadas pela adoção de práticas de Governança Corporativa. Assim como Rabelo (2007) concluiu em seu estudo que, por não encontrar nenhuma evidência estatisticamente significativa, não é possível afirmar que existe uma melhor performance nas carteiras das empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa, comparadas as demais.

Ferreira et al (2013), em estudo que relaciona a Governança Corporativa com a eficiência, produtividade e desempenho, não encontraram nenhuma diferença estatisticamente significativa entre as eficiências das médias entre empresas que estão listadas nos segmentos de Governança Corporativa e as que não estão. Por outro lado, Silveira (2002) mostrou que existe uma diferente relação entre Governança Corporativa e desempenho e Governança Corporativa e valor constatando que, quando relacionada ao valor da empresa, se observa uma maior influência da Governança Corporativa. Assim sendo, essa estrutura influencia mais na avaliação de mercado do que no desempenho financeiro da empresa.





2.2 SEGMENTOS DE MERCADO DA B3: Novo Mercado (NM), Nível 2 (N2), Nível 1 (N1)

A B3 é uma sociedade de capital aberto que inova em produtos e tecnologia, tem um dos maiores valores de mercado e ocupa uma posição de destaque no setor global de bolsas, sendo uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro no mundo.

Os segmentos de mercado da B3 foram criados para possibilitar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Para o ingresso nesses segmentos são prezadas regras diferenciadas a cada um deles, exibidas nos Quadros 1, 2 e 3.

Quadro 1: Características do Novo Mercado

Capital Social	Somente ações ON
Percentual Mínimo de ações em circulação	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>Average Daily Trading Volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões
Ofertas Públicas de Distribuição de Ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros dos quais, pelo menos, 2 ou 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia
Reunião Pública Anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública sobre as informações divulgadas
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições





Auditoria Interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento
<i>Compliance</i>	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais

Fonte: Adaptado de Bolsa, Brasil, Balcão (B3, 2019).

Quadro 2: Características do Nível 2

Capital Social	Ações ON e PN (com direitos adicionais)
Percentual Mínimo de ações em circulação	25%
Ofertas Públicas de Distribuição de Ações	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos
Obrigações do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)
Reunião Pública Anual	Obrigatória (presencial)
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON e PN
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado
Comitê de Auditoria	Facultativo
Auditoria Interna	Facultativa
<i>Compliance</i>	Facultativo

Fonte: Adaptado de Bolsa, Brasil, Balcão (B3, 2019).

Quadro 3: Características do Nível 1

Capital Social	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de ações em circulação	25%





Ofertas Públicas de Distribuição de Ações	de	Esforços de dispersão acionária
Vedação disposições estatutárias	a	Não há regra específica
Composição Conselho Administração	do de	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	de	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do Conselho de Administração	de	Não há regra específica
Reunião Pública Anual		Obrigatória (presencial)
Concessão de <i>Tag Along</i>		80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações		Não aplicável
Comitê de Auditoria		Facultativo
Auditoria Interna		Facultativa
<i>Compliance</i>		Facultativo

Fonte: Adaptado de Bolsa, Brasil, Balcão (B3, 2019).

2.3 ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Há mais de 50 anos a B3 elabora, calcula e gerencia uma diversidade de índices, os quais servem de parâmetro para os investidores e para o mercado financeiro. O principal indicador de desempenho é o Índice Bovespa (Ibovespa), englobando as mais importantes empresas do mercado de capitais do Brasil e representa, aproximadamente, 80% do volume financeiro do mercado de capitais (B3, 2019).

O índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGCNM) indica o desempenho médio das empresas listadas no NM da B3, as quais possuem um bom nível de Governança Corporativa. O Índice Brasil Amplo (IBrA) oferece uma visão abrangente





do mercado acionário, indicando o desempenho médio dos ativos negociados no mercado e que cumpram os requisitos mínimos de liquidez (B3, 2019).

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGCX) compreende as empresas listadas no NM, N2 ou N1 da B3, determinando o desempenho médio das cotações desses ativos. Todos os índices mencionados são de retorno total e resultados de uma carteira teórica de ativos (B3, 2019).

3 MÉTODO

Esse estudo caracteriza-se como uma pesquisa de abordagem quantitativa, a qual segundo Marconi e Lakatos (2007, p. 285) baseia-se no levantamento de dados com o intuito de obter informações numéricas que, após analisadas, indiquem padrões de comportamento. Levando em consideração a teoria apresentada por Gil (2009, p. 42), o presente estudo define-se como uma pesquisa de caráter descritivo, pois busca identificar as relações existentes entre as variáveis apresentadas e analisá-las. Configura-se como uma pesquisa de natureza aplicada, visto que os resultados encontrados permitem identificar a diferença entre as empresas que fazem parte do índice de Governança Corporativa e as que não fazem.

Para o procedimento de coleta de dados foi adotada a pesquisa documental, que utiliza materiais ainda não tratados de forma analítica, como relatórios de empresas e tabelas estatísticas, proporcionando uma fonte de dados estável (GIL, 2009). Os dados que constituíram o presente estudo foram os índices Ibovespa, IBRA, IGCX e IGCNM, os quais foram coletados no site da B3 e analisados por meio do *software* Gretl. Foram utilizados a regressão linear e testes de diferença de média como ferramentas de análise. O período de análise compreende os anos entre 2014 a 2018, com dados de frequência diária. O período em questão foi escolhido por englobar uma época de crise institucional no Brasil, com efeitos visíveis na bolsa de valores, o que permitirá testar a resiliência dos investimentos com práticas diferenciadas.





Os resultados encontrados permitiram identificar se diferentes níveis de Governança Corporativa apresentam diferentes performances. Para ajudar a alcançar esses resultados foi calculado o Índice de Sharpe, que caracteriza quanto de risco o investidor necessitou correr para atingir uma remuneração maior que a taxa livre de risco, ou seja, mede o risco e o retorno de um investimento. Dessa forma, considera-se um melhor investimento aquele que tem um maior Índice de Sharpe (OLIVEIRA; PACHECO, 2010, p. 278). Foram calculadas também as estatísticas descritivas e, para mensurar a *performance* dos índices, conforme Sharpe (1966), foi utilizado o retorno por unidade de risco. A Equação [1] apresenta o índice de Sharpe (1966):

$$S = \frac{E[R]}{\sigma} \quad [1]$$

Onde: $E[R]$ é a expectativa de retorno (média); σ é o desvio-padrão da série.

Considerando que o desvio-padrão, medida de risco proposta por Sharpe (1966), pode ser impreciso, buscou-se solucionar este problema utilizando a volatilidade condicional como medida de risco, calculada através de um modelo GARCH de Engle (1982) e Bollerslev (1986), que se baseia na equação da variância condicional, ao invés de considerá-la constante ao longo do tempo, apresentado conforme as Equações [2], [3] e [4]:

$$r_{i,t} = \mu_i + \sum \phi_{i,m} r_{i,t-m} + \sum \theta_{i,n} \varepsilon_{i,t-n} + \varepsilon_{i,t}, \quad [2]$$

$$\varepsilon_{i,t} = h_{i,t} z_{i,t}, \quad z_{i,t} \sim t_v, \quad [3]$$

$$h_{i,t} = \omega_i + \sum \alpha_{i,p} \varepsilon_{i,t-p}^2 + \sum \beta_{i,q} h_{i,t-q}. \quad [4]$$

Como o estudo baseia-se na modelagem temporal da variância, não seria adequado utilizar o retorno médio da série previsto por Sharpe (1966). Desse modo, o índice de Sharpe foi calculado para cada observação, utilizando-se do retorno do período e sua respectiva volatilidade estimada, prática repetida para todos os índices estudados. Portanto, o retorno por unidade de risco, tomando como risco a volatilidade condicional, pode ser expresso pela Equação [5]:





$$S_{i,t} = \frac{R_{i,t}}{h_{i,t}}$$

[5]

Onde: $S_{i,t}$ é o índice de Sharpe dinâmico do índice i no período t ; $R_{i,t}$ é o retorno do índice i no período t ; $h_{i,t}$ é a volatilidade do índice i no período t , estimada de acordo com a Equação [4].

Todas as análises estatísticas basearam-se no nível de significância de 5%.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente foi calculada a primeira diferença das séries de índices, dando origem à quatro séries de retornos correspondentes, cujas estatísticas descritivas estão dispostas na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

	IGCNM	IGCX	IBrA	IBOV
Média	0,0004	0,0004	0,0004	0,0005
Máximo	0,0455	0,0530	0,0596	0,0639
Mínimo	-0,0841	-0,0883	-0,0924	-0,0921
Desvio Padrão	0,0117	0,0127	0,0140	0,0148
Assimetria	-0,3117	-0,2316	-0,1460	-0,0783
Curtose	2,5537	2,4567	2,1152	1,8461

Fonte: Elaborado pelos autores

Percebe-se que os índices possuem uma média muito similar. O desvio padrão resultante dos índices que abrangem as empresas que adotam práticas de Governança Corporativa é inferior. Dessa forma, entende-se que o risco é menor. Por outro lado, os índices de Governança Corporativa apresentam assimetria mais negativa do que os demais, indicando maior probabilidade de retornos extremos negativos. Os coeficientes de correlação entre os índices estão apresentados na Tabela 2.



Tabela 2 – Matriz de Correlação dos Índices Amplos e de Governança Corporativa

r_IGCNM	r_IGCX	r_IBrA	r_IBOV	
1,0000	0,9723	0,9383	0,9296	r_IGCNM
	1,0000	0,9861	0,9809	r_IGCX
		1,0000	0,9980	r_IBrA
			1,0000	r_IBOV

Fonte: Elaborado pelos autores

Os altos coeficientes de correlação demonstram que os retornos das séries pesquisadas se assemelham muito, o que se pode justificar pelo fato de que diversas das empresas listadas nos índices de Governança Corporativa também estão contidas nos índices amplos.

Para cada série de retornos, foi estimado um modelo GJR-GARCH (1,1), pressupondo distribuição t assimétrica, para adequar a análise às características evidenciadas pelas estatísticas descritivas. Os testes de Ljung-Box, utilizados para séries de natureza ordinal, não rejeitaram a hipótese nula de ausência de auto correlação, atestando o suficiente ajuste do modelo.

Tabela 3 – Diagnóstico dos Modelos GARCH estimados

	IGCNM	IGCX	IBrA	IBOV
Critério de Akaike	-6,1294	-5,9771	-5,7788	-5,6713
Critério de Bayes	-6,1004	-5,9481	-5,7898	-5,6423
Ljung-Box Resíduos Padronizados (p-valor)	0,9676	0,9434	0,9133	0,7444
Ljung-Box Resíduos Quadrados Padronizados (p-valor)	0,8582	0,6833	0,5083	0,4477

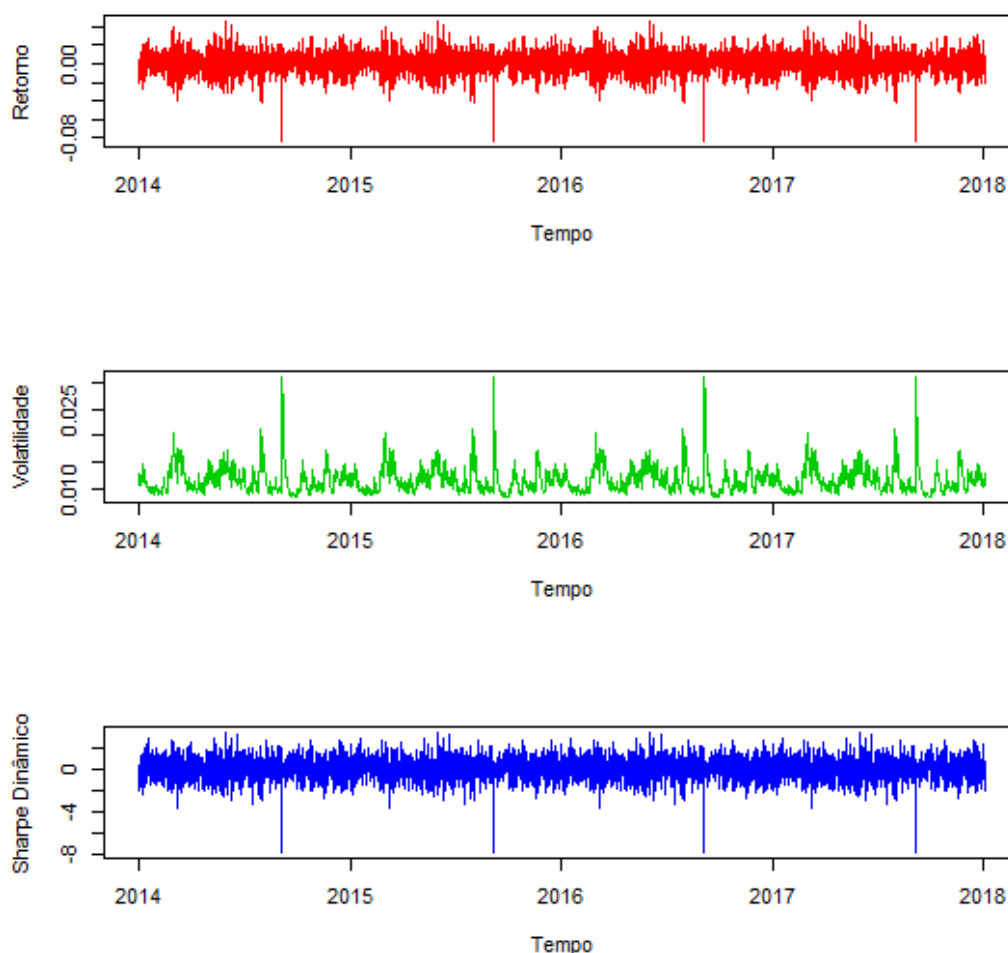
Fonte: Elaborado pelos autores

Diversos modelos foram estimados, de forma que foram escolhidos aqueles com os menores coeficientes dos critérios elencados na Tabela 3, ou seja, aqueles com melhor ajuste. Após a seleção dos modelos, foi extraída a série de volatilidade estimada por cada



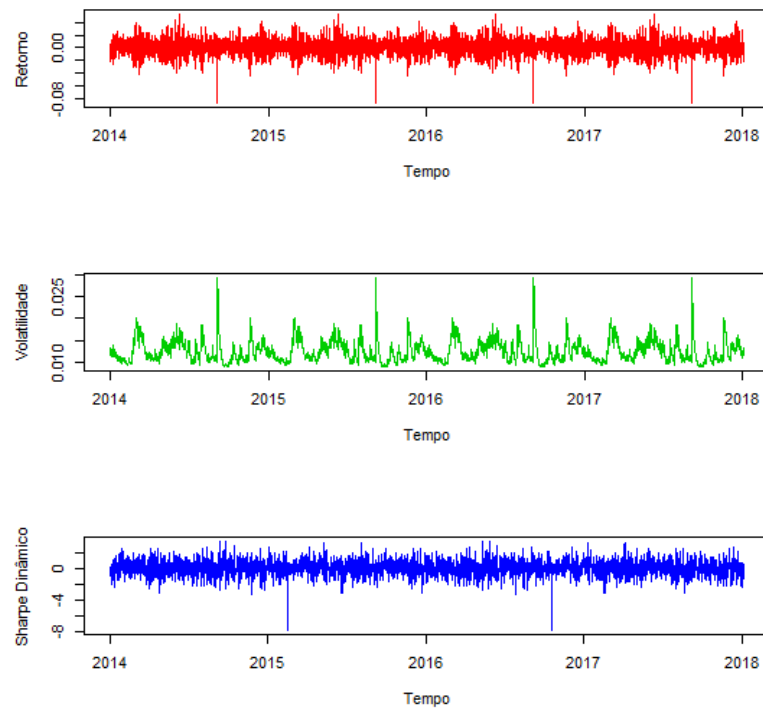
um deles. Em seguida, foi calculado o índice de Sharpe dinâmico, que consiste na divisão entre os retornos dos índices e suas séries de volatilidade. A análise gráfica do índice de Sharpe pode ser realizada a partir da Figura 1.

Figura 1 – Retorno, Volatilidade e Índice de Sharpe Dinâmico do IGCNM



Fonte: Elaborado pelos autores

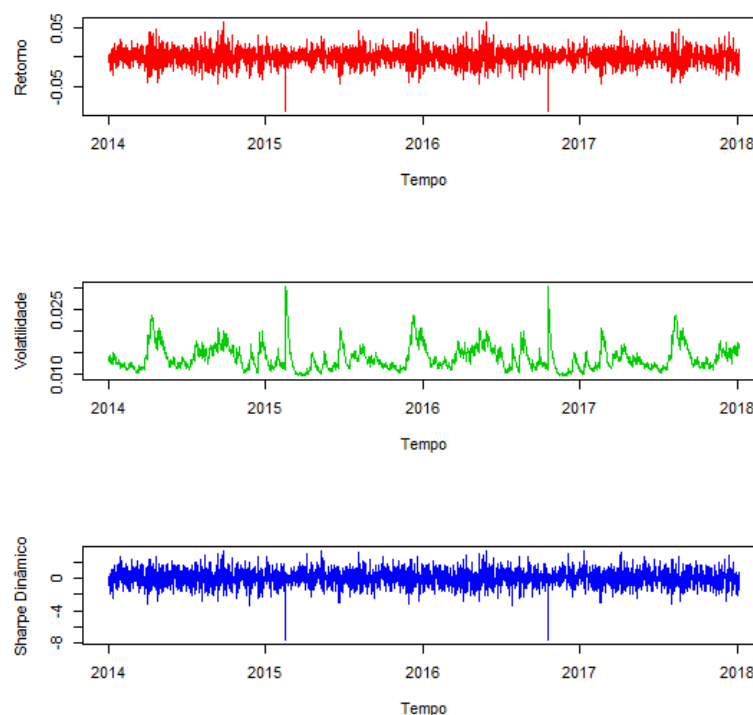
Figura 2 – Retorno, Volatilidade e Índice de Sharpe Dinâmico do IGCX



Fonte: Elaborado pelos autores

Figura 3 – Retorno, Volatilidade e Índice de Sharpe Dinâmico do IBRA

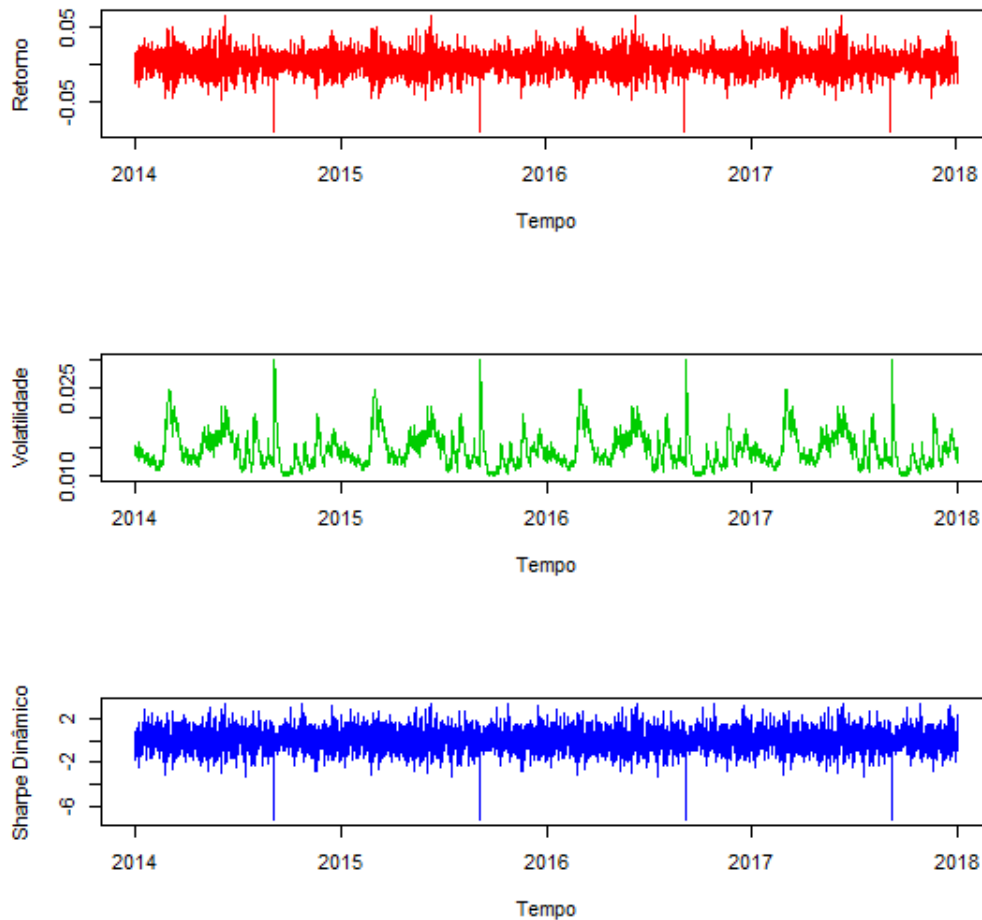




Fonte: Elaborado pelos autores

Figura 4 – Retorno, Volatilidade e Índice de Sharpe Dinâmico do Ibovespa





Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando as Figuras 1, 2, 3 e 4, pode-se identificar que todas obtiveram resultados muito similares, apresentando vários picos de volatilidade durante os mesmos períodos. Porém, percebe-se que a volatilidade dos índices de Governança Corporativa é menor do que as dos índices amplos, o que pode ser explicado pela adoção da prática de Governança Corporativa pelas empresas que fazem parte do IGCNM e IGCX. Os coeficientes médios dos índices de Sharpe dinâmicos são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Índices de Sharpe

	IGCNM	IGCX	IBrA	IBOV
Índice de Sharpe	0,0349	0,0344	0,0319	0,0306





Índice de Sharpe Dinâmico (média)	0,0352	0,0361	0,0344	0,0327
-----------------------------------	--------	--------	--------	--------

Fonte: Elaborado pelos autores

Observando a Tabela 4, percebe-se que IGCNM e IG CX apresentam Índices de Sharpe maiores que os índices amplos, o que permite supor que tem maior performance. Para averiguar a correlação entre os índices de Sharpe dinâmicos, foram estimados os coeficientes apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Correlação entre Índices de Sharpe Dinâmicos

	IS_IGCNM	IS_IGCX	IS_IBrA	IS_IBOV
IS_IGCNM	1,0000	0,9727	0,9374	0,9294
IS_IGCX	0,9727	1,0000	0,9859	0,9809
IS_IBrA	0,9374	0,9859	1,0000	0,9980
IS_IBOV	0,9294	0,9809	0,9980	1,0000

Fonte: Elaborado pelos autores

A análise das correlações dos Índices de Sharpe Dinâmicos mostra que todas as séries analisadas compartilham uma parcela muito grande de suas variações. Logo, presume-se que a performance das empresas listadas nos índices de Governança Corporativa é muito similar à performance geral das empresas listadas na bolsa. Para verificar mais criteriosamente estas diferenças foi realizado o Teste t de diferenças de média entre as séries dos índices de Sharpe Dinâmicos, cujos p-valores foram apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – P-valor dos Testes de Diferença de Média entre Índices de Sharpe Dinâmicos

IS_IGCNM	IS_IGCX	IS_IBrA	IS_IBOV	
1,0000	0,9808	0,9842	0,9510	IS_IGCNM
	1,0000	0,9650	0,9318	IS_IGCX
		1,0000	0,9667	IS_IBrA
			1,0000	IS_IBOV

Fonte: Elaborado pelos autores





Em nenhum caso foi rejeitada a hipótese nula, indicando que não há diferenças estatisticamente significativas entre a performance dos quatro índices analisados. Sendo assim, induz a entender que não há uma relação expressiva entre a adoção de práticas de Governança Corporativa e o retorno financeiro das empresas.

Os resultados encontrados no presente estudo condizem com os apresentados por Rabelo (2007) e Vieira et al (2011), uma vez que não se encontrou diferença estatisticamente significativa na comparação entre as ações das empresas com melhores práticas de Governança Corporativa e as listadas no índice Ibovespa. Assim, constata-se que a adoção de práticas de Governança Corporativa não garante uma melhor performance às empresas, o que contradiz os estudos feitos por Silveira (2002), Berthelot, Morris e Morril (2010) e Bhagat e Bolton (2008), já citados na presente pesquisa, que indicaram que há uma relação entre adoção de boas práticas de Governança Corporativa e o desempenho das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar as diferenças de performance entre as empresas listadas nos índices de Governança Corporativa e as listadas nos índices amplos da B3 entre os anos de 2014 a 2018.

Os resultados encontrados a partir do cálculo do desvio padrão mostraram que há um risco menor nos Índices de Governança Corporativa. Com base nos cálculos feitos por meio do Modelo GARCH, percebeu-se que o IGCNM e IGCX apresentam uma menor volatilidade, assim como uma melhor performance quando analisado pelo Índice de Sharpe.

No entanto, após ser feita a correlação entre os Índices de Sharpe Dinâmicos e calculado o p-valor dos Testes de Diferença de Média desses índices, constatou-se que há similaridade entre as performances apresentadas pelos Índices de Governança Corporativa e as apresentadas pelos índices amplos, ou seja, não há uma diferença estatisticamente significativa entre as empresas que adotam melhores práticas de Governança Corporativa e as demais. Assim, não é possível afirmar que as empresas





que compõem o IGCNM e IGCX possuem um melhor desempenho do que aquelas que compõem os índices amplos.

Os resultados obtidos corroboram com os encontrados em estudo feito por Rabelo (2007). Todavia deve-se atentar para a possibilidade de outros benefícios trazidos pela adoção de práticas de Governança Corporativa, como a melhoria da imagem da empresa no mercado.

A principal limitação da pesquisa refere-se a falta de dados mais específicos para cada índice, uma vez que as empresas que compõem os Índices de Governança Corporativa estão listadas também nos índices amplos. Também pode-se elencar como limitações a falta de disponibilidade de dados ao longo de um período mais amplo, tendo em vista que os índices relacionados à governança corporativa são relativamente recentes. Ainda há a limitação da falta de variáveis de controle para distinguir efeitos relacionados a outras causas, além das estudadas neste artigo.

Para possíveis estudos posteriores, sugere-se a análise dos retornos de cada empresa, separadamente, podendo obter, assim, um resultado mais preciso e identificando uma maior diferença quando comparados os Índices de Governança Corporativa e os índices amplos.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, G. A; COSTA, F.M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: XXXI Encontro da ANPAD, 2007, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. Disponível em < http://www.anpad.org.br/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=33&cod_edicao_subsecao=280&cod_edicao_trabalho=7913>. Acesso em 10 Mai 2019.

BERTHELOT, S; MORRIS, T; MORRILL, C. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010. Disponível em < <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/14720701011085599/full/html>>. Acesso em 10 Mai 2019.





BHAGAT, S; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008. Disponível em < https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119908000242?casa_token=bfGeYJ4Jl80AAAAA:OhywV55FYHW5gsH6lj3W1fzA0JbGfbRVleKkOgMyOvLka82xRiAXPFyi6bE6spT6sjh0bZ2FOXÉ>. Acesso em 10 Mai 2019.

BOLLERSLEV, T. Generalized autoregressive conditional heteroskedacity. **Journal of Econometrics**, v. 53, p. 307-327, 1986. Disponível em < <http://www.u.arizona.edu/~rlo/readings/278762.pdf>>. Acesso em 10 Mai 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Segmentos de listagem**. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: 15 mai. 2019. Acesso em: 15 out. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índice Bovespa (Ibovespa)**. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: 15 out. 2019. Acesso em: 15 out. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índice Brasil Amplo BM&FBOVESPA**. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: 15 out. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada**. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: 15 out. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índice de Governança Corporativa - Novo Mercado**. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: 15 out. 2019.

CATAPAN, A; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010 – 2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014. Disponível em < <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0186104214712689>> . Acesso em: 10 Mai 2019.

CHILD, J; RODRIGUES, S. B. Corporate governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency. **Journal of Management and Governance**, v. 7, n. 4, p. 337-360, 2003. Disponível em < <https://link.springer.com/article/10.1023/A:1026210608769>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

CORREIA, L. F; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **REGE Revista de Gestão**, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006. Disponível em < <https://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36549>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

ENGLE, R.F. Autoregressive conditional Heteroskedacity with the estimates of variance of the United Kingdon inflation. **Econometrica**, v. 50, n.4, p. 987-1008, 1982. Disponível em < https://www.jstor.org/stable/1912773?casa_token=JAzsSvw1er4AAAAA%3APdet0_BwBczzGE3Bqvvtz2wJOF_zcGyLJIZSKKkzLcthx->





[iW6g8We3cmhYkpgRENOe_I5CKSFG9OXK6pGUNi9nxEmsI2nEMPwgWQ68_a2ZqmNz0OTqA&seq=1#metadata_info_tab_contents](https://www.redalyc.org/pdf/1954/195428131006.pdf)>. Acesso em: 10 Mai 2019.

FERREIRA, L. D. N; SANTOS, A. C; LOPES, A. L. M; NAZARETH, L. G. C; FONSECA, R. A. Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 14, n. 4, 2013. Disponível em < <https://www.redalyc.org/pdf/1954/195428131006.pdf>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

FRAGOSO, R. P. Governança corporativa e o desempenho das empresas em períodos de crescimento e de crise. Dissertação de mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas (FGV). São Paulo, 2019. Disponível em < <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/27889>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

IBGC. **O que é governança corporativa**. Disponível em: www.ibgc.org.br. Acesso em: 13 mai. 2019.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993. Disponível em < <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

LA PORTA, R. LOPEZ-DE-SILANEZ, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000. Disponível em < https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000659?casa_token=Vu_eM5mGxjLoAAAAA:OFuEcMIQUyqYzS9KSoMcgsXEjv54a5AqmF6vL0NsODJ2wGoq8yqpZCPW3EzB9Un8cx279xKC9Fc>. Acesso em: 10 Mai 2019.

LEAL, R. P. C; FERREIRA, V. A. C; SILVA, A. L. C. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Editora E-papers, 2002.

LIMA, S. H. O; OLIVEIRA, F. D; CABRAL, A. C. A; SANTOS, S. M; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis de mercado diferenciado da BM&FBovespa. **REG-Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015. Disponível em < <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1809227616301084>>. Acesso em: 10 Mai 2019.





MARCONI, M. D. A; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**: Ciência e conhecimento científico; Métodos científicos; Teoria, hipóteses e variáveis; Metodologia Jurídica. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

OECD. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. Disponível em: www.oecd.org. Acesso em: 14 mai. 2019.

OKIMURA, R. T; SILVEIRA, A. M; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007. Disponível em < http://www.anpad.org.br/periodicos/content/resumos.php?revista_id=3&artigo_id=628>

OLIVEIRA, G; PACHECO, M. **Mercado financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2010.

RABELO, F; SILVEIRA, J. M. Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. **Textos para discussão**, v. 77, 1999. Disponível em < http://www.logisticareversa.net.br/uploads/1/6/3/0/1630201/estruturas_de_gov_corp_-_integracao_entre_dimensoes_competitivas_e_financeiras_-_rabelo_e_silveira.pdf>. Acesso em: 10 Mai 2019.

RABELO, S. S. T. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Uberlândia, 2007. Disponível em < <http://repositorio.ufu.br/handle/123456789/12019>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

RIBEIRO, H. C. M; COSTA, B. K; FERREIRA, M. A. S. P. V; SERRA, B. P. D. C. Produção científica sobre os temas governança corporativa e stakeholders em periódicos internacionais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 1, 2014. Disponível em < https://d1wgtxts1xzle7.cloudfront.net/42954359/CGG_2014_Governanca_Corporativa_e_Stakeholders_em_Periodicos_Internacionais.pdf?1456190028=&response-content-disposition=inline%3B+filename%3DPRODUCAO_ACADEMICA_DOS_TEMAS_ESTRATEGIA.pdf&Expires=1606753956&Signature=aHiDwykW4KdzDkmXN~czfwr6-HsCMkBdb8o14XReWGF1tGtJk9JaCQET6iBJQd8Uu9HK1PcX8r2AUnQYj9eDb7LmngxJJkHZNi4rN0MGySLmBXBt5fOv1UN3dxERHvSE67ughA-TRT6z2DTM1Br15kmMhgY-f3RPIOnZtAXJj1x8qMxO5veJFuxyEBSAhQobrViWusvdAgRcSiVtanRWkJ6Yk5UTbu5puRvQJu-bHlteTl1Cj-XCAZkD2LovTKhUd8nm6D7zPmj8~v8UzEXHKHbZ9DQ48h7trYTD4Gzd2GffOJFOYEMYRRu4tbyvOi0b~t2bhA75ZUywXI4rbPCDEg_&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA>. Acesso em: 10 Mai 2019.





SHARPE, W. F. Mutual Fund Performance. **The Journal of business**. v. 39, n. 1, p. 119-138, 1966. Disponível em < <https://www.jstor.org/stable/2351741?seq=1>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em < <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

SILVEIRA, A. M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo (USP) São Paulo, 2006. Disponível em < <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/en.php>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

SILVEIRA, A. M; LANZANA, A.P; BARROS L.A.B.D.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004. Disponível em < <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904362a372.pdf>> . Acesso em: 10 Mai 2019.

TURNBULL, S. Corporate Governance: Its scope, concerns and theories. **Corporate Governance: An International Review**, v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997. Disponível em < <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-8683.00061>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

VIEIRA, K. M; VELASQUEZ, M. D; LOSEKANN, V. L; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011. Disponível em < <https://search.proquest.com/docview/911967634?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true>>. Acesso em: 10 Mai 2019.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista BNDES**. São Paulo, v. 11, n. 22, p.103-122, 2004. Disponível em < https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8177/2/RB%2022%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_Uma%20An%C3%A1lise%20de%20sua%20Evolu%C3%A7%C3%A3o%20e%20Impactos%20no%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro_P_BD.pdf>. Acesso em: 10 Mai 2019.

