

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A
VALORIZAÇÃO E A DESVALORIZAÇÃO DE EMPRESAS NO MERCADO DE
AÇÕES BRASILEIRO ENTRE 2010 E 2020**

FELIPE MATEUS MARTINS ABRANTES

Belo Horizonte

2021

FELIPE MATEUS MARTINS ABRANTES

**ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A
VALORIZAÇÃO E A DESVALORIZAÇÃO DE EMPRESAS NO MERCADO DE
AÇÕES BRASILEIRO ENTRE 2010 E 2020**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do certificado de Especialista em Gestão Estratégica.

Orientador: Prof. Antônio Artur de Souza, *Ph.D.*

Belo Horizonte

2021

Ficha catalográfica

A161a
2021
Abrantes, Felipe Mateus Martins.
Análise da relação entre a governança corporativa e a valorização e a desvalorização de empresas no mercado de ações brasileiro entre 2010 e 2020 [manuscrito] / Felipe Mateus Martins Abrantes. – 2021. 44 f.: il.

Orientador: Antônio Artur de Souza.
Monografia (especialização) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. Inclui bibliografia (f. 40-44).

1. Administração mercadológica – Finanças. I. Souza, Antônio Artur de. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração. III. Título.

CDD: 658



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização em Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do Senhor **FELIPE MATEUS MARTINS ABRANTES**, matrícula nº **2018702925**. No dia 29/06/2021 às 21:15 horas, reuniu-se em sala virtual, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização em Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**A RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A VALORIZAÇÃO E DESVALORIZAÇÃO DE EMPRESAS NO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO**", requisito para a obtenção do Título de Especialista. Abrindo a sessão, o orientador e Presidente da Comissão, Prof. Antônio Artur de Souza, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do aluno. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do aluno e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

NÃO APROVADO

90 pontos (noventa) trabalhos com nota maior ou igual a **60** serão considerados aprovados.

O resultado final foi comunicado publicamente ao aluno pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 29/06/2021.

Prof. Antônio Artur de Souza
(CEPEAD/UFMG - Orientador)

Eduardo Amat Silva
(Doutorando CEPEAD/UFMG)

Leticia Drummond Rezende
(Doutoranda CEPEAD/UFMG)

RESUMO

Muitos estudos sugerem uma relação positiva entre o preço das ações e os princípios básicos da Governança Corporativa, sendo o preço no mercado de ações significativamente associado à transparência do negócio e às expectativas dos acionistas sobre a rentabilidade futura dos ativos. Os investidores passaram a considerar a boa Governança Corporativa como garantia da credibilidade da atuação da empresa no mercado e, nesse sentido, as listagens de segmento especial da B3 têm como objetivo melhorar a aderência aos padrões mundiais da boa governança e à necessidade de capital estrangeiro, conseqüentemente atraindo mais investidores. Este trabalho faz uma análise da relação entre a Governança Corporativa e a valorização e desvalorização das ações no mercado brasileiro. De posse dos dados trimestrais de todas as ações listadas no banco de dados Economatica, do início de 2010 ao final de 2020, buscou-se analisar a influência dos segmentos de listagem especial da B3 sobre os índices de desempenho financeiro por meio de correlações, estatísticas descritivas e análise de comportamento dos dados ao longo do tempo. Em termos gerais, no que diz respeito aos índices analisados, não se obteve uma correlação significativa além do que se já era esperado para os indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROIC). Com relação à observação do comportamento dos índices no período analisado, verificou-se o Nível 1 como o mais estável para o preço da ação médio, LPA, VPA e q de Tobin. Considerando-se os indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROIC), o Nível 2 se destacou dos demais segmentos. Em contrapartida, o Novo Mercado apareceu como o mais instável para todas as variáveis analisadas, exceto o ROIC, para o qual o Tradicional mostrou-se com os maiores desvios padrão. Apesar disso, acredita-se que o tamanho da amostra tenha sido fator determinante para os maiores níveis de desvio padrão no Novo Mercado – afinal, neste segmento existem inúmeras empresas de tamanhos diferentes, o que incorre numa maior variação dos dados. Os resultados obtidos não evidenciaram relação direta entre um segmento de listagem específico e à resposta dos indicadores de desempenho analisados. No entanto, diferencia-se de pesquisas de mesmo tema ao analisar, em conjunto, uma grande quantidade de empresas em um período relativamente maior e contribui para a discussão do tema Governança Corporativa e trabalhos que, sobretudo, discutem e relacionam a governança às questões relativas ao desempenho financeiro das organizações.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Desempenho econômico-financeiro. Empresas de capital aberto. Segmentos de listagem especial.

Área do conhecimento: Administração (Finanças).

ABSTRACT

Many studies suggest a positive relationship between stock prices and the basic principles of Corporate Governance, with the market price being significantly associated with business transparency and shareholders' expectations with regards to the future profitability of assets. Investors have begun taking into consideration good Corporate Governance as evidence of a company's performance credibility in the market and, therefore, the special listings of Brazilian B3's stock market aim to strengthen the adherence to global standards of good governance and the need of foreign investments, consequently attracting more investors. This paper analyzes the relationship between Corporate Governance and the appreciation and devaluation of stock shares in the Brazilian market. Quarterly data, from the beginning of 2010 to the end of 2020, on all stocks listed in the Economatica database were used to analyze the influence of B3's special listing tiers on the key financial metrics through correlation, descriptive statistics and data analysis over time. In general terms, when it comes to the studied business outcomes, there was no significant correlation beyond what was already expected for the profitability indicators (ROE, ROA, ROIC). Regarding the observation of the key metrics behavior in the period analyzed, B3's *Nível 1* was found to be the most stable for the average share price, LPA, VPA and Tobin's q . For the profitability indicators (ROE, ROA, ROIC), B3's *Nível 2* stood out from the other segments. On the other hand, B3's *Novo Mercado* emerged as the most unstable listing tier for all variables analyzed, except ROIC, in which B3's *Traditional* presented the highest standard deviations. Nevertheless, it is assumed that the B3's *Novo Mercado* sample size was a determining factor for the higher levels of standard deviation – after all, there are numerous companies of different sizes and sectors within this listing tier, which incurs a greater variation of the data. Obtained results have not shown direct correspondence between a specific listing tier and the business outcome indicators evaluated. However, this study differs from other researches on the same topic by analyzing a larger number of companies over a relatively longer period and also contributes to the discussion over the Corporate Governance themes and their associate relationship and impacts on the financial performance of organizations.

Keywords: Corporate Governance. Economic-financial performance. Publicly traded companies. Special listing tiers.

Field of Knowledge: Administration (Finance).

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	4
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	6
2.1	Governança Corporativa	6
2.2	A Governança Corporativa no Brasil.....	8
2.3	Índices de Governança Corporativa da B3	9
2.4	Desempenho financeiro	10
2.5	Indicadores financeiros	11
	ROA - Retorno sobre o Ativo.....	12
	ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	14
	ROIC - Retorno sobre o Capital Investido	15
	q de Tobin.....	16
3	METODOLOGIA	18
4	RESULTADOS.....	21
	Análise de correlação.....	21
	Estatísticas descritivas e evolução dos índices ao longo do tempo	26
	Preço da ação	26
	Lucro por Ação (LPA).....	28
	Valor Patrimonial por Ação (VPA).....	30
	Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).....	31
	Retorno sobre o Capital Investido (ROIC).....	34
	q de Tobin aproximado.....	36
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	38
6	REFERÊNCIAS	40

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), é entendida como o “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”. A análise das práticas de governança aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente, transparência, equidade no tratamento dos acionistas e na prestação de contas.

No Brasil, a “corrente da Governança Corporativa” é relativamente recente e vem crescendo significativamente. Iniciou-se em 1999, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), do primeiro Código Brasileiro de Melhoras Práticas de Governança Corporativa e foi impulsionada com a reforma da lei das sociedades anônimas, em 2001, ao promover considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira (RIBEIRO, MURITIBA e MURITIBA, 2012).

Como país emergente, o Brasil caminha por uma fase de crescimento econômico cujos principais influenciadores são fatores macroeconômicos e o aumento do investimento no mercado de ações, contrapondo-se aos antigos “investimentos tradicionais” e indo de encontro aos quesitos incorporados pelas boas práticas de governança (COSTA, 2008). O próprio IBGC comenta que os mecanismos de Governança Corporativa estão cada vez mais relacionados ao desempenho corporativo (IBGC, 2015).

A literatura mostra que a reputação de uma empresa retrata a percepção das partes interessadas e que, para coordenar interesses, reduzir conflitos entre *stakeholders* e consolidar externamente seu comportamento de responsabilidade social, as organizações adotam boas práticas de Governança Corporativa (ROBERTS e DOWLING, 2002). Leal (2004) também explica que pesquisas recentes sugerem que a Governança Corporativa esteja associada a maiores desempenhos e valores de mercado.

No meio científico existem inúmeros trabalhos que investigam como a Governança Corporativa pode influenciar o preço das ações, evidenciando a significância e relevância do tema na área de finanças corporativas (GANZ, SCHLOTEFELDT e RODRIGUEZ JÚNIOR, 2020). Trabalhos científicos como os de Leuz e Verrecchia (2000), De Carvalho (2003), De Carvalho e Pennacchi (2007) e Procianoy e Verdi (2009) revelam que, ao aderir a listagens em novos mercados, empresas aumentaram seu valor de mercado e liquidez (SOUZA, 2020).

Como retratado por Rossetti e Andrade (2014), estudos sobre a Governança Corporativa são tema relativamente recente no Brasil, mas de muita relevância para compreender o funcionamento do mercado de capitais, especificamente o mercado de ações, acesso ao capital e o relacionamento das empresas com seus investidores (COSTA, 2008; GANZ, SCHLOTEFELDT e RODRIGUEZ JÚNIOR, 2020). No campo acadêmico, este estudo justifica-se por colaborar com uma nova análise a respeito da Governança Corporativa e sua relação ao desempenho financeiro das empresas no mercado brasileiro de ações, diferenciando-se de trabalhos semelhantes ao analisar, em conjunto, uma grande quantidade de empresas em um período relativamente maior, contribuindo para a discussão e possibilitando reflexões para outras abordagens do tema da governança.

O objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre a Governança Corporativa e a valorização e desvalorização das ações no mercado brasileiro entre 2010 e 2020. De posse das informações publicadas no banco de dados Economatica, busca-se analisar, por meio de correlações entre índices de desempenho financeiro, estatísticas descritivas e análise de comportamento dos dados ao longo do tempo, a influência dos segmentos de listagem especial da B3 sobre essas variáveis.

Este trabalho está subdividido em quatro seções além desta introdução. Na segunda seção apresentam-se aspectos sobre Governança Corporativa e os indicadores de desempenho utilizados na construção deste trabalho. Na terceira seção, apontam-se os procedimentos metodológicos aplicados. Depois, no decorrer da quarta seção, são apresentados os resultados e; por fim, apresentam-se as considerações finais na quinta e última seção.

2 REVISÃO DA LITERATURA

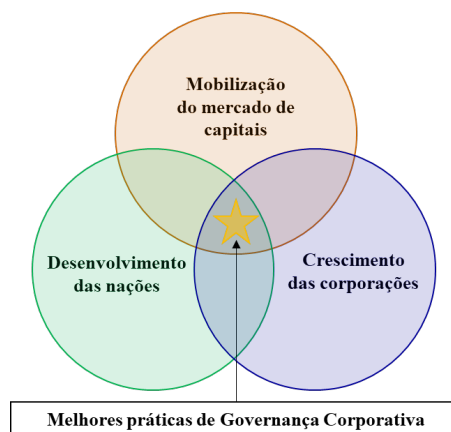
2.1 Governança Corporativa

Shleifer e Vishn (1997) definem a Governança Corporativa como um grupo de abordagens para garantir aos investidores clareza nas informações e transparência a respeito do retorno de seus investimentos. Vieira e Mendes (2004) reforçam este conceito ao afirmar que as práticas de governança proporcionam maior transparência aos agentes envolvidos, minimizando a assimetria de informação entre administradores e proprietários. Por sua vez, Correia, Amaral e Louvet (2011) complementam que a Governança Corporativa é um conjunto de ações de controle, incentivos e eficientes mecanismos para reduzir custos de problema de agência, proporcionando aos acionistas a segurança de que a atuação da gestão não interfira em sua propriedade.

Silva e Leal (2007) ressaltam, no entanto, que o conceito da Governança Corporativa não se aplica somente a empresas de capital aberto listadas em bolsa e que pode estender-se a todas as organizações que procuram uma relação transparente e de confiança com seus credores e outras partes com as quais mantêm um relacionamento.

Os primeiros registros a respeito do que se entende por Governança Corporativa se originam dos “princípios da OECD” – em português, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, organização econômica intergovernamental com 37 países-membros fundada em 1961 para estimular o progresso econômico e o comércio mundial. Rossetti e Andrade (2014) apresentam estes princípios como resultado dos “elos entre os objetivos de desenvolvimento dos mercados, das corporações e das nações, que se fortalecem por melhores práticas de Governança Corporativa” (Figura 1):

Figura 1 - Os princípios da OCDE: razões do interesse pelas boas práticas de governança.



Fonte: adaptado de Rossetti e Andrade (2014).

Rossetti e Andrade (2014) explicam que o “código de melhores práticas” da OCDE resultou de recomendações de *shareholders*, órgãos reguladores e de comitês internacionais constituídos por representantes de diferentes grupos de *stakeholders* – e se tornou uma referência internacional para os subsequentes desdobramentos de políticas de Governança Corporativa ao redor do mundo. Em sua obra, os autores separam estes princípios em seis grandes tópicos no que diz respeito às orientações das práticas de governança: 1- o enquadramento constante e eficaz aos compromissos e normas, a fim de gerar condições institucionais para a execução das boas práticas; 2- a garantia dos direitos dos acionistas, de forma justa; 3- o tratamento igualitário e imparcial dos acionistas, independentemente de suas participações, protegendo os acionistas minoritários contra ações abusivas; 4- a cooperação da administração na geração de riqueza (direito de todos os acionistas); 5- a divulgação responsável, transparente e precisa de políticas, de resultados e informações relevantes; 6- a fiscalização e a responsabilidade do conselho de administração, sempre zelando por padrões éticos.

Quando o assunto é a adoção de práticas de Governança Corporativa, é possível encontrar frequentemente, na literatura, premissas sobre transparência, confiabilidade e visibilidade da informação disseminada entre os acionistas. Araújo (2000) expõe que a adoção de uma estrutura efetiva de governança proporciona, na prática, um importante referencial para respostas rápidas da diretoria e do conselho de administração¹ às eventuais perturbações do mundo corporativo, bem como a melhor preparação para lidar e prevenir crises administrativas. Além disso, é de grande interesse dos investidores entender como as organizações são administradas – e não somente possuir informações de desempenho e posição financeira em um dado momento. Dessa forma, existe um entendimento de que a Governança Corporativa fornece ao mercado informações relevantes para a tomada de decisão (ARIFF, IBRAHIM e OTHMAN, 2007).

¹ O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa estabelece que um conselho de administração corresponde a um grupo específico de pessoas cuja missão é “zelar pela observância dos valores, crenças e propósitos dos acionistas nas atividades da empresa” (IBGC, 2015).

2.2 A Governança Corporativa no Brasil

A Governança Corporativa tem se tornado fator cada vez mais importante para que as empresas de todo o mundo acessem o capital externo a custos mais competitivos. Em outras palavras, as empresas com as melhores práticas de governança têm, em tese, melhor e mais chances de obter maior acesso a financiamentos com menor custo de capital, principalmente em países emergentes como o Brasil (CHILD e RODRIGUES, 2000; CLAESSENS e YURTOGLU, 2013).

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC (2015), uma boa governança proporciona aos proprietários a possibilidade de monitorar a direção executiva, bem como a gestão estratégica da empresa. Além disso, uma boa governança visa facilitar o acesso ao capital, aumentar o valor da sociedade e também contribuir para a sua perpetuidade e longevidade. A bolsa de valores oficial do Brasil, a B3, por sua vez, complementa e reforça que práticas diferenciadas de Governança Corporativa propiciam um conjunto importante de normas para a valorização das ações e outros ativos emitidos pelas companhias (B3, 2021).

No Brasil é comum que os acionistas minoritários sejam excluídos do controle e das decisões da administração, devido à baixa dispersão de propriedade, uma vez que os majoritários têm maior controle e gestão da informação (ALMEIDA e SANTOS, 2008). Esse cenário ocasiona importantes conflitos de interesse e de agência, o que pode impactar o valor de mercado das empresas. Nesse contexto, as práticas de Governança Corporativa entram para minimizar os conflitos de agência, auxiliando a administração na proteção dos interesses dos acionistas (ROSSETTI e ANDRADE, 2014).

Martins (2004) comenta que o movimento de criação de valor para o acionista e a necessidade da Governança Corporativa “é relativamente recente no Brasil e se deu, principalmente, a partir das reformas econômicas e sociais do Estado, iniciadas na década de 90, pelo Governo Federal”. Rossetti e Andrade (2014) explicam que a pressão sobre as companhias brasileiras para maior aderência aos padrões mundiais da boa governança se intensificou com a entrada de capital estrangeiro na bolsa, como reflexo da globalização, e o interesse de grandes companhias brasileiras no lançamento de *American Depositary Receipts* – os chamados ADRs, que são recibos de ações emitidos nos Estados Unidos para negociar ações de empresas de fora do país na Bolsa de Nova York.

Rossetti e Andrade (2014) observam que, como reflexo dessa crescente demanda por melhores práticas de Governança Corporativa no Brasil em 2001 foi reformada a Lei das Sociedades Anônimas e, em 2002, o Código Civil incorporou novas formalidades que alcançavam as sociedades de responsabilidade limitada. Também em 2002, a Comissão de Valores Mobiliários editou e publicou sua própria cartilha de governança, direcionando suas recomendações para as melhores práticas de governança ao aconselhar que a “a adoção de tais práticas comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei” ou pela regulamentação da própria Comissão (CVM, 2002).

2.3 Índices de Governança Corporativa da B3

Como uma das principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de Governança Corporativa no país, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) definiu, em dezembro de 2000, critérios para listagens diferenciadas, segundo os padrões de governança postos em execução, ao estabelecer quatro classificações de mercado: o Mercado Tradicional (ou Básico), cujas regras de listagem são firmadas em lei; e mais três modalidades, cujos requisitos vão além das exigências legislativas – os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado (ROSSETTI e ANDRADE, 2014; B3, 2021).

De acordo com a B3 (2021), os segmentos especiais de listagem foram criados para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, adequando os segmentos aos diferentes perfis de empresas. Estes segmentos exigem regras de governança diferenciadas, que vão além daquelas exigidas pela legislação, e têm como objetivo melhorar a avaliação de empresas aderentes no mercado e, conseqüentemente, atrair investidores (B3, 2021).

Resumidamente, quanto maior o nível de governança da B3, mais regras a companhia deverá seguir para se elencar à classificação desejada. O Novo Mercado (NM) é o nível mais alto de governança da listagem e, abaixo dele, existem mais dois segmentos: o Nível 1 (N1) e o Nível 2 (N2), ambos com um padrão acima do estabelecido pela Lei das S/A². Em 2005 criaram-se, ainda, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 para ajudar pequenas e médias

² A Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6404/76, mais conhecida como Lei das SA, regula as sociedades anônimas, que podem ser conceituadas como pessoas jurídicas de direito privado, de natureza mercantil, em que o seu capital social é dividido em ações, onde os acionistas têm responsabilidade limitada. Esta lei dita algumas características importantes acerca das sociedades anônimas, espécies, bem como da sua organização interna e dos procedimentos atinentes às sociedades (AGUILAR, 2021).

empresas com níveis superiores de governança a acessarem o mercado, promovendo a abertura de capital (B3, 2021).

O quadro 1, a seguir, compara os níveis de governança NM, N1 e N2 da B3 com o segmento tradicional (T) e expõe algumas características de exigências de cada nível de listagem (B3, 2021):

Quadro 1 - Algumas características de exigências para os principais níveis de governança da B3.

	Novo Mercado	Nível 2
Ações emitidas	Somente ações ordinárias (ON).	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) com direitos adicionais.
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25%.	25%.
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos 2 ou 20% (o que for maior) 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.
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).
Obrigação do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da Oferta Pública de Aquisição, OPA, disponíveis no mercado).	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo).
	Nível 1	Básico ou Tradicional
Ações emitidas	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) conforme legislação.	Ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) conforme legislação.
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	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).
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão).	Não há regra específica.
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica.	Não há regra específica.

Fonte: Adaptado de (B3, 2021). Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/ >. Acesso em: 01 de junho de 2021.

2.4 Desempenho financeiro

Damodaran (1997) sugere que o valor de uma empresa pode estar diretamente relacionado às decisões tomadas pela administração, sejam elas relacionadas a projetos, seus financiamentos e até mesmo às suas políticas internas, de dividendos ou distribuição de cargos etc. Araújo e Assaf Neto (2003), por sua vez, complementam que o valor econômico de uma empresa é resultado de suas decisões financeiras e que visa o retorno responsável por remunerar as expectativas dos proprietários do capital.

O desempenho pode, segundo Teixeira e Alves (2003) ser definido como a forma de avaliação do uso dos ativos da empresa e servir de base para comparar a evolução de sua saúde

financeira ao longo de um determinado período de tempo – ou então comparar empresas similares, de um mesmo setor. Teixeira e Alves (2003) e Russo (2015) entendem o desempenho financeiro como a capacidade de criação de valor das organizações com fins lucrativos. Teixeira e Amaro (2013) complementam este conceito como impacto das decisões gerenciais na capacidade de gerar resultados por meio da informação contábil proveniente das demonstrações financeiras.

Nas teorias econômicas existem vários estudos a respeito da definição de desempenho das empresas. Entretanto, muitos concordam em dizer que o desempenho pode ser medido pelo grau de alcance dos objetivos da empresa; pelo nível da capacidade para gerar resultados, proporcionar rentabilidade por meio dos investimentos realizados, da situação de tesouraria da empresa e da sua sustentabilidade financeira ao longo do tempo (ELENA, 2013).

2.5 Indicadores financeiros

Assaf Neto (2017) explica que as demonstrações financeiras servem de base para acompanhar o desempenho econômico e financeiro das empresas, permitindo comparar historicamente a posição e evolução dos índices e, também, a projeção de resultados futuros por meio de métodos estatísticos. Além disso, “as decisões de investimento e financiamento tomadas nas organizações refletem em suas demonstrações financeiras” (AVELAR, 2018).

Conforme Fernandes, Ferreira e Rodrigues (2014), “a análise econômico-financeira objetiva compreender a situação de uma organização, tanto com relação aos seus resultados quanto à disposição dos recursos”. Soares (2006) e Avelar (2018) complementam que este tipo de análise facilita a identificação de problemas e limitações das companhias, bem como são ferramentas poderosas para o planejamento de ações preventivas e da tomada de decisão, tanto para os acionistas quanto para a administração.

As principais técnicas para análise econômico-financeira de uma organização estão associadas ao cálculo e estudo de indicadores econômico-financeiros, de acordo com Tavares e Silva (2012) e Avelar (2018). Esses indicadores são calculados com base em demonstrações financeiras e permitem o planejamento e controle de uma organização por meio da análise de sua situação econômico-financeira (FERNANDES, FERREIRA e RODRIGUES, 2014; AVELAR, 2018).

Silveira (2004) comenta que existem centenas de possibilidades de avaliação e inúmeros índices de desempenho e que não existe unanimidade na definição do melhor a ser utilizado – tudo depende do que se deseja analisar. Souza e Borba (2017) comentam que o preço no mercado brasileiro de ações é significativamente associado à transparência do negócio e a expectativa dos acionistas sobre a rentabilidade futura dos ativos. Em outras palavras, sugere-se uma relação positiva entre o preço das ações e os princípios básicos da Governança Corporativa.

Na literatura, inúmeros estudos relacionam o preço das ações a variáveis como risco, volatilidade, governança e demais fatores. As oscilações do mercado de capitais e suas variações sempre atraíram o interesse dos investidores e pesquisadores (NGUYEN, 2011). Por este motivo existem diversos trabalhos que investigam como a governança pode influenciar os preços das ações, evidenciando a significância deste tema na área de Finanças Corporativas (GANZ, SCHLOTEFELDT e RODRIGUEZ JÚNIOR, 2020).

Claessens e Yurtoglu (2013) e Souza (2020) explicam que outras variáveis além do preço da ação são levadas em conta no que se refere aos mercados emergentes como o Brasil ao se avaliar o valor de uma empresa, como o lucro e o valor patrimonial por ação. O desempenho financeiro é constantemente avaliado por meio de observações da evolução histórica de indicadores financeiros, como o lucro líquido, fluxo de caixa operacional, EBITDA, índices de lucratividade, rentabilidade e outras análises econômico-financeiras (SOUZA, 2020).

Os índices lucratividade e rentabilidade fornecem indícios acerca da capacidade da organização de gerar retornos (SILVA, 2013). Dos indicadores mais utilizados em estudos precedentes sobre a relação entre Governança Corporativa e Desempenho Econômico-Financeiro das empresas, destacam-se o ROA, *Return On Assets*; ROE, *Return On Equity* e; o *q* de Tobin – segundo estudos de Dalton e Daily (1999), Kappler (2002), Malieni (2003) e Leal (2004).

ROA - Retorno sobre o Ativo

O Retorno sobre o Ativo (ROA) é um dos principais indicadores de rentabilidade de uma organização e expressa a relação entre o lucro líquido obtido pelo Ativo (lucro operacional) e o Ativo Total (ASSAF NETO, 2017).

Assaf Neto (2017) estabelece o ROA como o desempenho de duas medidas: a Margem operacional (MO) e o Giro do Ativo Total (GAT), como apresentado pela equação 1:

$$ROA = MO \cdot GAT \quad (1)$$

Em que,

ROA é *Return On Assets*, Retorno sobre o Ativo;

MO é a Margem Operacional;

GAT é o Giro do Ativo Total.

A Margem Operacional (MO) é a razão entre o Lucro Líquido (LL) e as Vendas Líquidas (VL). Já o GAT identifica o grau de eficiência da utilização dos Ativos para realização das vendas, isto é, aponta quantas vezes as vendas cobrem os ativos totais de uma empresa no período analisado, sendo a relação entre Vendas Líquidas (VL) e os Ativos Totais (AT). Combinando-se estes dois conceitos, é possível obter, para o ROA, a relação demonstrada pela equação 2 (ASSAF NETO, 2017):

$$ROA = \frac{LL}{VL} \cdot \frac{VL}{AT} \Leftrightarrow ROA = \frac{LL}{AT} \quad (2)$$

Em que,

LL é o Lucro Líquido;

VL são as Vendas Líquidas;

AT é o Ativo Total Médio.

Matarazzo (2010) explica que o ROA pode ser utilizado como uma medida de desempenho uma vez que ele possibilita comparar a evolução de uma empresa ao mensurar sua capacidade de gerar lucro líquido e, assim, poder investir em seu crescimento, formar ou acumular capital, bens e riquezas. Assaf Neto (2017) complementa que, como critério de decisão, o Retorno sobre o Ativo pode ser interpretado como “o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos”. Num exemplo prático, caso uma

organização financiasse suas atividades por meio de empréstimos a taxas de juros superiores ao ROA, o resultado seria evidentemente inferior à remuneração devida aos seus credores, onerando-se, conseqüentemente, a rentabilidade dos proprietários.

ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) é explicado por Assaf Neto (2017) como “a rentabilidade sobre o capital próprio investido numa empresa”, sendo a relação entre o lucro após o imposto de renda e o patrimônio líquido.

Segundo Assaf Neto (2017), o comportamento do ROE é função da rentabilidade das vendas, a Margem líquida (ML), e do Giro do Patrimônio Líquido (GPL), o qual indica o número de vezes que o Patrimônio Líquido (PL) é utilizado em função das vendas – ou seja, quantas vezes o PL gira. As equações 3 e 4 apresentam estes desdobramentos do ROE:

$$ROE = ML \cdot GPL \quad (3)$$

Em que,

ROE é *Return On Equity*, Retorno sobre o Patrimônio Líquido;

ML é a Margem Líquida;

GPL é o Giro do Patrimônio Líquido.

$$ROE = \frac{LL}{VL} \cdot \frac{VL}{PL} \Leftrightarrow ROE = \frac{LL}{PL} \quad (4)$$

Em que,

LL é o Lucro Líquido;

VL são as Vendas Líquidas;

PL é o Patrimônio Líquido.

Matarazzo (2010) complementa que o ROE demonstra a taxa de rendimento do capital próprio, a qual pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como poupança, Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), ações, aluguéis, fundos de

investimentos etc. De posse dessa informação, segundo o autor, é possível avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a estas alternativas – em outras palavras, o custo de oportunidade da organização avaliada.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002) a análise de tendência (ou de paradigma) do ROE pode se tornar menos significativa por não permitir a compreensão do desempenho operacional subjacente, uma vez que o retorno sobre o patrimônio mistura o desempenho operacional com a estrutura financeira. Os autores também apontam a incompletude do ROA ao citar que este indicador possui diversas inconsistências entre numerador e denominador. De acordo com eles, o “passivo livre de juros não é deduzido do denominador, o Ativo Total. Mas o custo financeiro implícito deste passivo consta das despesas da empresa e, portanto, é deduzido do numerador” (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002, p. 169).

Por este motivo, para a elaboração deste trabalho também se utiliza o ROIC, Retorno sobre o Capital Investido, apresentado a seguir.

ROIC - Retorno sobre o Capital Investido

O Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) é definido por Copeland, Koller e Murrin (2002) como a razão entre o Resultado Operacional após os impostos e o Capital Investido, como mostra a equação 5:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{CI} \quad (5)$$

Em que,

ROIC é *Return On Invested Capital*, Retorno sobre o Capital Investido;

NOPAT é *Net Operating Profit After Taxes*, Lucro Operacional menos Impostos;

CI é o Capital Investido (acionistas e terceiros).

Copeland, Koller e Murrin (2002) consideram o Capital Investido como todo o Passivo oneroso (financiamentos, empréstimos, debêntures ou qualquer outro tipo de despesa com encargos financeiros) e o Patrimônio Líquido. Higgins (2014, p. 55) reforça este conceito ao

definir o ROIC como a “taxa de retorno obtida sobre o total de capital investido na empresa, independentemente de ser ele dívida ou patrimônio líquido”.

Uma vez que este índice considera todo o capital aplicado no desenvolvimento das atividades, o índice obtido representa de forma mais precisa a taxa de retorno obtida pela companhia sobre a totalidade dos recursos aplicados (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002). Pelo fato de concentrar-se no desempenho operacional, e por abranger o grupo de passivos, este indicador traduz uma análise mais aprofundada do retorno sobre o investimento e apresenta melhor capacidade analítica, de desempenho superior a outros índices, como o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), ou o Retorno sobre o Ativo (ROA), como explicitado no tópico anterior (DIAS, SOUZA e OLIVEIRA, 2015).

q de Tobin

O modelo do *q* de Tobin relaciona o mercado de ações aos investimentos de uma organização. Para Tobin (1958), o preço das ações de uma empresa tende a refletir sua própria demanda por capital e, nesse sentido, a administração tomaria suas decisões baseada na flutuação do preço das ações: isto é, investindo mais em momentos de maior valorização.

De um modo geral, o *q* de Tobin é definido pela razão entre o Valor de Mercado de uma empresa e o seu Custo de Reposição dos Ativos Físicos (TOBIN, 1958). Segundo Okimura (2003, p. 47), “o cálculo do *q* de Tobin proposto originalmente é praticamente impossível na realidade brasileira, pois as empresas brasileiras dificilmente disponibilizam títulos de dívidas abertas ao público”. Por se tratar de um método bastante complexo e apresentar dificuldade (ou impossibilidade) na obtenção de todas as informações necessárias para sua estimativa, principalmente no que se diz respeito ao que seria considerado “Custo de Reposição dos Ativos Físicos”, o cálculo deste indicador já foi adaptado e realizado por meio de diversas abordagens e diferentes metodologias (CHUNG e PRUITT, 1994).

Em 1994, Chung e Pruitt estimaram uma aproximação simplificada do cálculo do *q* de Tobin para a utilização de dados reais, disponíveis em demonstrações financeiras. De acordo com os autores, essa estimativa exige apenas informações contábeis “básicas” e mensura a relação entre o Valor de Mercado de uma empresa (VMA) e suas dívidas (D) com o valor contábil de seu total de Ativos (AT), representado pela equação 6:

$$q_{aprox} = \frac{VMA + D}{AT} \Leftrightarrow q_{aprox} = \frac{VMA + (PC - AC + E + DLP)}{AT} \quad (6)$$

Em que,

q_{aprox} é o q de Tobin aproximado, calculado por Chung e Pruitt;

VMA é o Valor de Mercado das Ações negociadas em bolsa;

D é o valor contábil da Dívida;

AT é o valor contábil do Ativo Total da organização;

PC é o valor contábil do Passivo Circulante;

AC é o valor contábil do Ativo Circulante;

E é o valor contábil do Estoque;

DLP é o valor contábil da Dívida de Longo Prazo

Em termos gerais, o q de Tobin expressa o valor de mercado considerando a estrutura contábil da empresa (dívidas e Ativo total). Dessa forma, relaciona o mercado de ações à realidade contábil da organização. Além disso, Lindenberg e Ross (1981) explicam que o q de Tobin pode indicar os diferentes níveis de incentivo a novos investimentos. Por comparar o valor de mercado de uma empresa ao seu custo de reposição dos ativos, um valor de q maior do que 1 indicaria o incentivo ao investimento (retorno ao se investir), uma vez que o valor de mercado (VMA) supera o custo de reposição do ativo. Um valor de q menor do que 1, por sua vez, apontaria o oposto: o custo de reposição dos ativos é maior do que o valor desse ativo. Em outras palavras, para q menor do que 1, o valor de mercado da empresa não “paga” o valor exigido do ativo (CHUNG e PRUITT, 1994).

Comparado à abordagem de Lindenberg e Ross (1981), desenvolvida diretamente sobre o trabalho original de Tobin (1958), o q aproximado desenvolvido por Chung e Pruitt (1994) provou, por meio de regressões com os resultados obtidos em ambos os métodos, ser eficiente, indicando uma equivalência de no mínimo 96,6% ao modelo original do q de Tobin (CHUNG e PRUITT, 1994).

3 METODOLOGIA

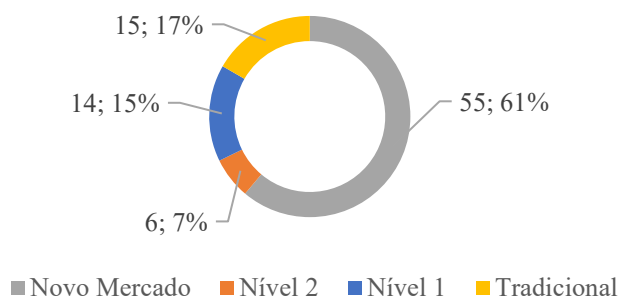
De acordo com Cooper e Schindler (2016), este trabalho é caracterizado como uma pesquisa descritiva e quantitativa. A amostra é considerada não-probabilística, uma vez que foi definida previamente para realização das análises.

Analysaram-se os dados trimestrais de todas as ações listadas no banco de dados Economatica, do início de 2010 ao final de 2020 – excluindo-se, desse modo, o período de crise econômica mundial, ocorrido entre 2008 e 2009. Para facilitar a tratativa e análise exploratória de dados, desconsideraram-se os dados anteriores a 2010, ano de adoção plena obrigatória das Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS) no Brasil. Também foram excluídos da amostra bancos e financeiras, por se tratarem de organizações cuja atividade fim é a regulação/administração do capital financeiro. É importante ressaltar que todos os dados foram obtidos e analisados com base no código *ticker* de cada ação.

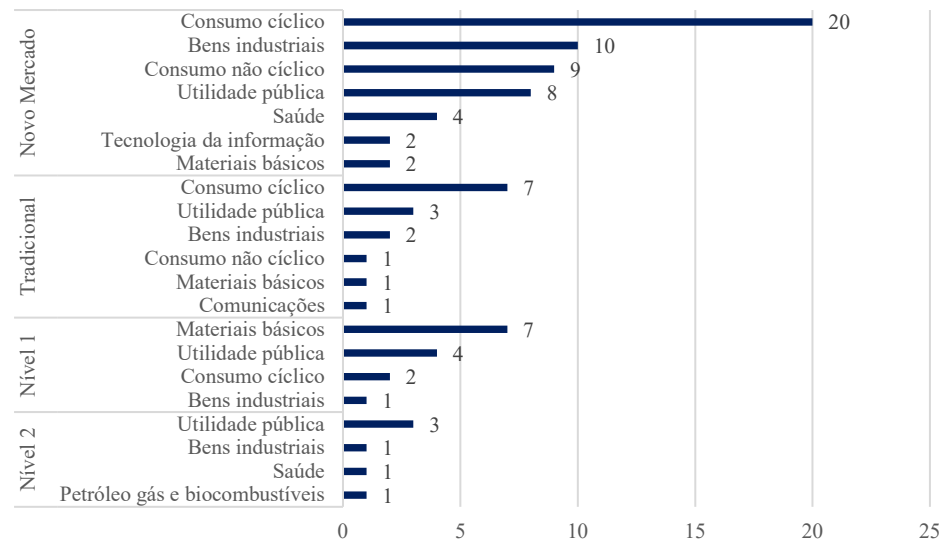
A fim de evitar a influência de empresas individuais sobre o resultado da média geral de um segmento específico em determinado período, para garantir que todos os *tickers* possuíssem dados publicados na base em todos os 44 períodos (1T2010 - 4T2020) e para todos os indicadores/campos analisados, foram filtradas apenas as organizações com situação CVM “ATIVO”; empresas sem *gaps* de informação (dados ausentes) no intervalo publicado.

Após a filtragem, restaram 90 empresas para análise: 15 no segmento Tradicional (redução de 5); 14 no Nível 1 (sem alteração); 6 no Nível 2 (redução de 3) e; 55 no Novo Mercado (redução de 49). O número de empresas remanescentes, segundo o segmento especial de listagem de Governança Corporativa da B3, e as respectivas subdivisões da amostra analisada por setor econômico Bovespa são detalhadas pelas figuras 2 e 3:

Figura 2 - Composição da amostra remanescente de *tickers* após filtragem.



Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 3 - Subdivisão da amostra analisada por setor econômico Bovespa.

Fonte: elaborado pelo autor.

Para fins de análise comparativa, as variáveis de desempenho evidenciadas pelo quadro 2 foram calculadas por meio dos dados dos balanços e demonstrações financeiras disponibilizados na Economatica para o período analisado:

Quadro 2 - Variáveis de desempenho consideradas.

Variável	Definição constitutiva	Definição operacional
Rentabilidade do Ativo (ROA)	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa	$ROA = \frac{LL}{AT}$
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	Mensura a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da empresa	$ROE = \frac{LL}{PL}$
Rentabilidade sobre o Capital Investido (ROIC)	Mensura a rentabilidade obtida sobre o total de capital investido na empresa, independentemente de ser ele dívida ou patrimônio líquido	$ROIC = \frac{NOPAT}{CI}$
q de Tobin	Mensura a relação entre valor de mercado da empresa e o valor contábil de seu total de ativos, somando o valor de mercado das ações com o valor contábil do total de dívidas e dividindo pelo valor contábil do total de ativos	$q_{approx} = \frac{VMA + D}{AT}$

Fonte: elaborado pelo autor. Adaptado de Chung e Pruitt (1994), Copeland, Koller e Murrin (2002) e Assaf Neto (2017).

De posse das informações, analisou-se o coeficiente de correlação de Pearson, a fim de identificar se há influência do segmento (NM, N1, N2, Tradicional) sobre a relação bivariada entre os índices de desempenho avaliados neste estudo. Também foram calculadas as estatísticas descritivas para os dados em geral e também agrupados por classificação de governança, bem como a representação gráfica do comportamento de cada um dos índices nestes cenários ao longo do período analisado. Os resultados são apresentados na próxima seção.

4 RESULTADOS

Análise de correlação

A análise de correlação determina o grau de relação encontrada entre duas variáveis (BRUNI, 2008). O coeficiente de correlação varia de -1,000 (correlação negativa perfeita) a +1,000 (correlação positiva perfeita). Assim, considera-se uma variação entre -1,000 e -0,900 uma correlação negativa (parâmetros variam inversamente) forte; enquanto uma variação entre +0,900 e +1,000 evidencia uma correlação positiva forte. Seguindo esta mesma lógica, uma correlação de aproximadamente 0,750 é considerada relevante; 0,500 é considerada média; 0,100 é fraca e; por fim, 0,000 representa uma correlação inexistente entre os parâmetros (SAMPIERI, COLLADO e LUCIO, 2006).

A tabela 1 evidencia a matriz de correlações encontrada para as variáveis das 90 empresas analisadas (amostra completa). Neste trabalho, todas as matrizes de correlações são apresentadas sob um mapa de calor, cuja legenda varia dentro do espectro de cores entre o vermelho (correlação negativa perfeita, -1,000) e o verde (correlação positiva perfeita, +1,000).

Tabela 1 - Matriz de correlações para amostra completa (90 empresas) da B3, 2010-2020.

AMOSTRA COMPLETA (90 empresas)							
	Valor de Mercado	LPA	ROA	ROE	ROIC	VPA	<i>q</i> de Tobin aprox
LPA	0,074						
ROA	0,081	0,502					
ROE	0,023	0,172	0,299				
ROIC	0,089	0,325	0,817	0,238			
VPA	0,069	-0,117	-0,186	-0,028	-0,234		
<i>q</i> de Tobin aprox	0,217	0,039	0,469	0,106	0,554	-0,246	
% Preço da Ação	0,013	0,098	0,118	0,056	0,100	-0,079	0,107

Fonte: elaborado pelo autor.

Neste sentido, observa-se uma correlação positiva considerável (+0,817) entre o ROA e ROIC na amostra de 90 empresas. Isso significa que ambos os índices variaram juntos, no mesmo sentido, ao longo do tempo. O mesmo observou-se para o *q* de Tobin aproximado com o ROIC (+0,554) e o ROA (+0,469) – mais fortemente correlacionado ao primeiro do que para o segundo, mas ambos com correlação positiva.

O LPA apresentou correlação positiva média com o ROA (+0,502). Em contrapartida, este mesmo índice demonstrou uma relação negativa, ainda que fraca, com o VPA (-0,117), o

qual também foi negativamente correlacionado às demais variáveis de rentabilidade – ROA (-0,186), ROE (-0,028) e ROIC (-0,234), todos com correlação fraca.

Em geral, considerando-se a amostra completa, verificou-se uma correlação fraca entre as variáveis.

Para verificar se há influência do segmento de Governança Corporativa sobre as correlações entre os índices, construiu-se a matriz de correlação para cada classificação, como mostram as tabelas 2, 3, 4, 5 e 6.

Tabela 2 - Matriz de correlações para amostra do segmento Tradicional da B3, 2010-2020.

SEGMENTO TRADICIONAL							
	Valor de Mercado	LPA	ROA	ROE	ROIC	VPA	<i>q</i> de Tobin aprox
LPA	-0,005						
ROA	0,314	0,625					
ROE	0,120	0,609	0,693				
ROIC	0,287	0,406	0,787	0,584			
VPA	-0,091	0,236	-0,151	-0,124	-0,178		
<i>q</i> de Tobin aprox	0,827	0,159	0,480	0,350	0,454	-0,221	
% Preço da Ação	-0,004	0,138	0,214	0,150	0,152	-0,058	0,099

Fonte: elaborado pelo autor.

Na tabela 2, observa-se que, para o segmento Tradicional, a correlação mais forte (e positiva) entre as variáveis se apresentou para o *q* de Tobin aproximado e o Valor de Mercado (+0,827). É interessante observar que essa era uma relação positiva fraca (+0,217) na amostra que contempla todos os segmentos. Verifica-se, também, uma pequena diminuição na influência entre o ROA e ROIC: de +0,817, na amostra completa, para +0,787 quando considerado apenas o segmento Tradicional, apesar de manter-se uma correlação considerável.

As variações importantes observadas após a segmentação dos dados foram: aumento de +302% na correlação (e inversão no sentido da relação) do VPA com o LPA, de -0,117 para +0,236 e; o aumento da relação entre o LPA e o ROE, +0,172, na amostra completa, para +0,609, no Tradicional (aumento de 254%). A segmentação da amostra pode ter sido o motivo do aumento das correlações entre os índices.

Tabela 3 - Matriz de correlações para amostra do Nível 1 da B3, 2010-2020.

SEGMENTO NÍVEL 1							
	Valor de Mercado	LPA	ROA	ROE	ROIC	VPA	<i>q</i> de Tobin aprox
LPA	0,251						
ROA	-0,046	0,735					
ROE	0,109	0,634	0,498				
ROIC	0,087	0,578	0,801	0,549			
VPA	0,264	0,221	-0,071	-0,029	-0,268		
<i>q</i> de Tobin aprox	0,212	0,034	0,171	0,131	0,353	-0,380	
% Preço da Ação	0,102	0,151	0,111	0,070	0,140	-0,067	0,136

Fonte: elaborado pelo autor.

Analisando-se a matriz de correlação do segmento Nível 1, por sua vez, na tabela 3, observa-se que a correlação mais forte (e positiva) retorna para a relação entre ROA e ROIC (+0,801), apesar de um pouco mais fraca, assim como na amostra completa.

Comparado à amostra completa, este segmento apresenta importantes mudanças na relação entre variação do preço da ação e Valor de Mercado: um aumento de 685%, um salto na correlação destes indicadores, de +0,013 para +0,102. Assim como no segmento Tradicional, o Nível 1 apresentou aumento de +289% na correlação (e inversão no sentido da relação) do VPA com o LPA, de -0,117 para +0,221 e; o aumento da relação entre o LPA e o ROE, +0,172, na amostra completa, para +0,634, no Tradicional (aumento de +269%).

Tabela 4 - Matriz de correlações para amostra do Nível 2 da B3, 2010-2020.

SEGMENTO NÍVEL 2							
	Valor de Mercado	LPA	ROA	ROE	ROIC	VPA	<i>q</i> de Tobin aprox
LPA	0,015						
ROA	-0,183	0,318					
ROE	-0,220	0,431	0,901				
ROIC	-0,196	0,221	0,895	0,836			
VPA	0,183	0,446	-0,300	-0,251	-0,357		
<i>q</i> de Tobin aprox	-0,128	-0,235	0,329	0,211	0,413	-0,577	
% Preço da Ação	-0,019	0,035	0,094	0,105	0,164	-0,062	0,138

Fonte: elaborado pelo autor.

Verifica-se, por meio da tabela 4, que os melhores índices de correlação no segmento Nível 2 foram do ROIC com o ROA (+0,895) e do ROIC com o ROE (+0,836), quando comparado à amostra completa e a todos os outros segmentos de listagem da B3. É interessante

notar que somente neste segmento o q de Tobin demonstrou correlação negativa com o Valor de Mercado, apesar de fraca.

Quando comparado à amostra completa, a segmentação de dados mostrou uma redução de 1057% na relação entre ROE e Valor de Mercado, além de uma inversão no sentido da relação (de +0,023 para -0,220). Assim como nos segmentos Tradicional e Nível 1, a correlação entre LPA e VPA apresentou aumento e inversão no sentido da relação, de -0,117 para +0,446, representando um aumento de 481%, de uma correlação negativa fraca, para uma correlação positiva média.

Tabela 5 - Matriz de correlações para amostra do Novo Mercado da B3, 2010-2020.

SEGMENTO NOVO MERCADO							
	Valor de Mercado	LPA	ROA	ROE	ROIC	VPA	q de Tobin aprox
LPA	0,113						
ROA	0,059	0,463					
ROE	0,026	0,124	0,275				
ROIC	0,064	0,291	0,829	0,208			
VPA	0,088	-0,266	-0,206	-0,023	-0,237		
q de Tobin aprox	0,109	0,055	0,523	0,101	0,618	-0,211	
% Preço da Ação	0,029	0,090	0,102	0,054	0,078	-0,087	0,109

Fonte: elaborado pelo autor.

Por fim, na tabela 5, ao apresentar a matriz de correlação do segmento Novo Mercado, verifica-se que a correlação mais forte (e positiva) mantém-se entre ROA e ROIC (+0,829), assim como na amostra completa, porém relativamente mais forte.

Na análise deste segmento em particular, observa-se que é o mais parecido com o comportamento da amostra geral – o que não surpreende, uma vez que o Novo Mercado compõe 61% da amostra geral e, conseqüentemente, seus índices tiveram maior peso nas relações de correlação.

Em termos gerais, no que diz respeito às variáveis analisadas, não se obteve uma relação bivariada significativa além do que se já era esperado dos indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROIC). Após comparação entre os segmentos de listagem da B3, é possível sugerir que *talvez* exista uma discreta influência do segmento, apesar das baixas correlações, sobre as relações entre o LPA, o VPA e o Valor de Mercado e também entre o LPA e o q de Tobin: no

primeiro caso, as correlações “LPA, Valor de Mercado” e “VPA, Valor de Mercado” sofrem influência do segmento, principalmente no Tradicional (mudando de positiva para negativa); no segundo caso, a correlação “LPA, q de Tobin” sofre influência do segmento, principalmente no Nível 2 (mudando de positiva para negativa).

É interessante comentar que, inicialmente, tentou-se verificar a possibilidade de correlação das variáveis de desempenho com um índice de Governança Corporativa *genérico*, com base na classificação de segmentos de listagem da B3, sendo este índice, IGC, simplesmente definido como $NM = 4$; $N2 = 3$; $N1 = 2$ e; $T = 1$. No entanto, não se observou correlação do IGC com nenhuma das variáveis de desempenho analisadas. Tampouco foi possível realizar a regressão dos dados para verificar a influência do IGC sobre as variáveis de desempenho: os testes de modelagem falharam para todos os casos. Nesta tentativa, foi realizada análise de dados em painel, modelagens *pooled OLS*, efeitos fixos (*within*) e efeitos aleatórios – aplicados nos trabalhos de Leal (2004) e Gotardelo (2006).

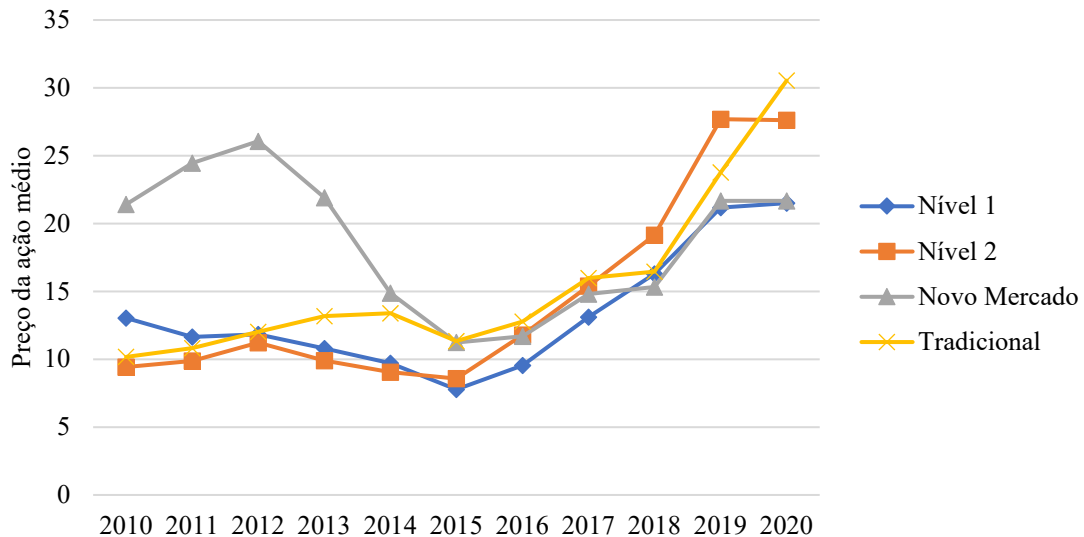
Estatísticas descritivas e evolução dos índices ao longo do tempo

As estatísticas descritivas e evolução dos índices ao longo do tempo serão apresentadas no decorrer deste trabalho para cada índice avaliado e estão segmentadas de acordo com a classificação de listagem de Governança Corporativa da B3.

Preço da ação

O gráfico 1 apresenta a variação do preço da ação médio por segmento de Governança Corporativa da B3 ao longo do período analisado:

Gráfico 1 - Evolução do preço da ação médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que, no início de 2010, os *tickers* classificados como Novo Mercado possuíam a maior média de preço, seguidos, respectivamente, pelo Nível 1, Tradicional e, por último, Nível 2. É interessante ressaltar que no início de 2010 existia uma discrepância maior na média de preços entre os segmentos, principalmente para o Novo Mercado e o Nível 2, a qual foi reduzida ao longo dos anos, mais notavelmente entre 2013 e 2018, com a queda brusca dos preços médios do Novo Mercado a partir de 2012.

Seguindo esta evolução, nos últimos anos observa-se uma inversão da ordem de preços médios, sendo o segmento Tradicional e Nível 2 com as maiores médias de preço e Nível 1 e Novo Mercado com os menores preços médios.

Numa análise mais exploratória, verifica-se que a inclinação negativa sofrida pelo segmento Novo Mercado entre 2012 e 2015 se deu, principalmente, pela influência das empresas Terra Santa (TESA3), do setor de agricultura e Eneva (ENEV3), do setor de energia elétrica, as quais tiveram, respectivamente, variações de -10,42% e -18,10% no preço médio da ação nestes anos. Por sua vez, os saltos positivos nos preços médios de empresas como a Eletrobras (ELET3; Nível 1; +18,11%), a Comgas (CGAS5; Tradicional; +16,33%), a Bradespar (BRAP4; Nível 1; +16,29%), a Usiminas (USIM5; Nível 1; +15,09%), a Whirlpool (WHRL4; Tradicional; +14,55%), a Gerdau (GOAU4; Nível 1; +14,49%), a Randon (RAPT4; Nível 1; +14,43%), a Alpargatas (ALPA4; Nível 1; +13,69%) e a Celesc (CLSC4; Nível 2; +12,70%) influenciaram positivamente a escalada de seus respectivos segmentos no período de 2015 a 2019.

A tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas do preço da ação de cada segmento no período em estudo:

Tabela 6 - Estatísticas descritivas do preço da ação para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	13,312	14,517	18,649	15,497
Desvio Padrão	9,994	11,493	42,593	19,147
Variância	99,871	132,082	1814,183	366,611
Mínimo	1,478	1,417	0,941	0,377
Q1	6,349	6,243	6,829	3,677
Mediana	10,004	11,798	11,538	10,440
Q3	17,899	19,774	19,254	20,480
Máximo	69,070	54,000	694,441	191,890
Amplitude	67,592	52,583	693,501	191,513
Assimetria	1,920	1,460	10,930	4,750

Fonte: elaborado pelo autor.

Em geral, considerando-se todo o período, o segmento que teve maior média de preço de ação foi o Novo Mercado (18,649), seguido, respectivamente, pelas classificações Tradicional (15,497), Nível 2 (14,517) e Nível 1 (13,312). Com exceção do Novo Mercado, todos os segmentos apresentaram aumento no preço médio nos últimos 10 anos, com base nas empresas analisadas.

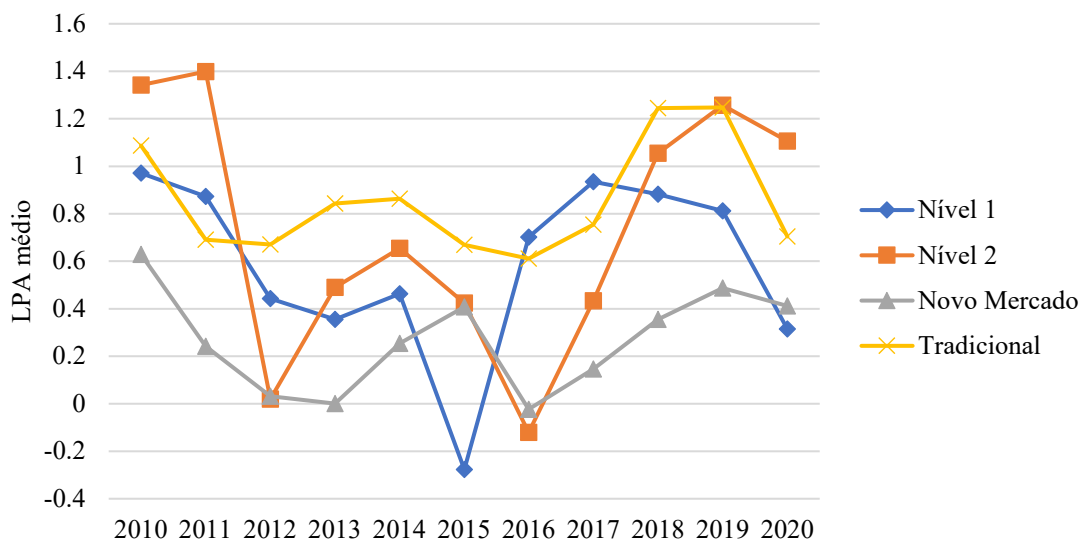
Com base no desvio padrão, evidencia-se que o Nível 1 e Nível 2 mostraram-se mais estáveis ao longo do tempo, enquanto o Novo Mercado demonstrou maior variação de preço.

Neste sentido, é importante considerar que, em termos de composição da amostra, o Novo Mercado é o segmento que possuía maior número de empresas (*tickers*) na análise, o que pode justificar o alto desvio da média.

Lucro por Ação (LPA)

A evolução do Lucro por Ação (LPA) médio, agrupado por segmento de Governança Corporativa da B3, é avaliada pelo gráfico 2, a seguir:

Gráfico 2 - Evolução do LPA médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

À primeira vista, é possível verificar uma variação importante em todos (e entre todos) os segmentos ao longo de todo o período analisado. Observa-se que, no início de 2010, o segmento Nível 2 possuía o maior LPA médio, seguido, respectivamente, pelos níveis Tradicional, Nível 1 e Novo Mercado. Nota-se, também, que as posições do LPA médio são mantiveram-se estáveis durante os anos até o final de 2019, apesar das importantes variações ocorridas em todos os segmentos, principalmente para o Nível 2.

Com base no comportamento do LPA médio, tendo em vista o comportamento do preço da ação médio por segmento (apresentado anteriormente pelo gráfico 1), é possível sugerir que, *talvez*, uma queda do LPA influencie a queda no preço médio da ação nos períodos subsequentes – e vice-versa. Como exemplos observados: pode-se sugerir que a queda no LPA médio do Novo Mercado entre 2010 e 2012 pode ter influenciado a baixa do preço médio das

ações deste setor a partir de 2012. Por outro lado, o aumento nos preços médios de todos os segmentos a partir de 2017 pode ter sido influenciado pelo crescimento do LPA médio dos mesmos segmentos a partir de 2016. A desvalorização do LPA médio do Nível 1, ocorrida entre 2017 e 2020, no entanto, pode ter barrado o crescimento do preço médio deste segmento em 2019.

A tabela 7 apresenta as estatísticas descritivas do LPA de cada segmento para as amostras analisadas:

Tabela 7 - Estatísticas descritivas do LPA para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	0,589	0,733	0,268	0,853
Desvio Padrão	1,620	2,013	2,492	1,728
Variância	2,624	4,054	6,209	2,987
Mínimo	-10,677	-6,698	-49,919	-8,912
Q1	0,121	0,098	0,069	0,088
Mediana	0,360	0,246	0,315	0,321
Q3	0,954	0,717	0,796	1,325
Máximo	9,805	13,448	13,763	10,330
Amplitude	20,482	20,146	63,682	19,242
Assimetria	-0,550	2,440	-8,280	0,850

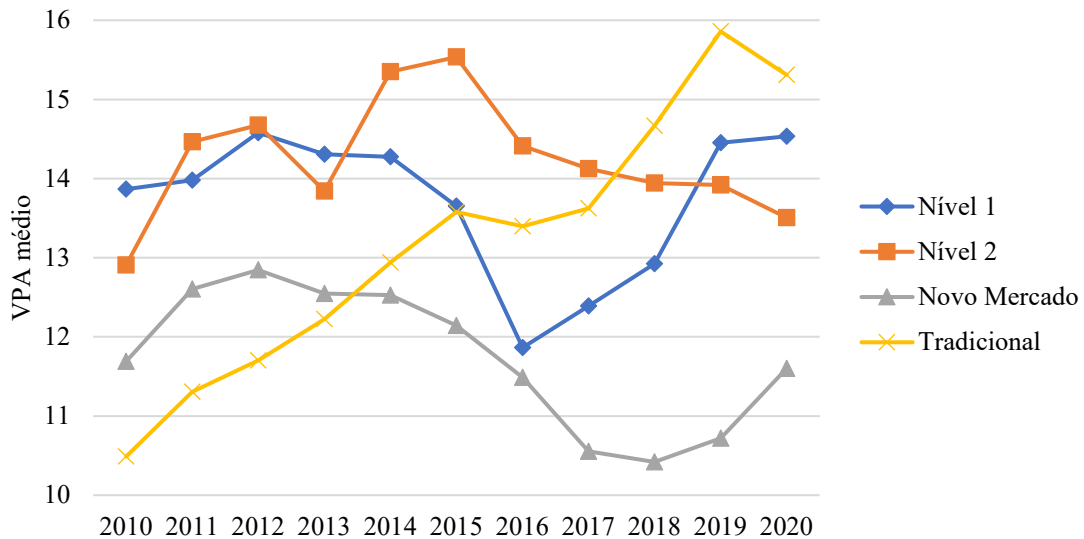
Fonte: elaborado pelo autor.

Em geral, considerando-se todo o período, e com base nas empresas analisadas, o segmento detentor do maior LPA médio foi o Tradicional (0,853), seguido, respectivamente, pelas classificações de Nível 2 (0,733), Nível 1 (0,589) e Novo Mercado (0,298). Considera-se importante a possível influência do tamanho da amostra no maior valor de desvio padrão para o segmento Novo Mercado (apesar de não ter sido tão discrepante como no caso do preço da ação médio). Todos os segmentos apresentaram diminuição no Lucro por Ação médio nos últimos 10 anos.

Valor Patrimonial por Ação (VPA)

A evolução do Valor Patrimonial por Ação (VPA) médio entre 2010 e 2020, para cada segmento de listagem, é apresentada pelo gráfico 3:

Gráfico 3 - Evolução do VPA médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que, no início de 2010, os *tickers* classificados como Nível 1 possuíam a maior média de VPA, seguidos, respectivamente, pelo Nível 2, Novo Mercado e Tradicional. Ao analisar-se a evolução nos últimos anos, observa-se, também, que os segmentos de “menor classificação”, Nível 1 e Tradicional, tiveram melhores desempenho de VPA médio nos últimos anos e que, de 2010 a 2018, o segmento Tradicional saltou do último para o primeiro lugar neste quesito.

Verifica-se, também, que, entre 2016 e 2018, os segmentos Nível 2 e Novo Mercado apresentaram queda neste índice, enquanto os outros dois subiam. Apesar disto, em 2019 o Novo Mercado se recuperou, enquanto o Nível 2 continuou a cair, por grande influência do peso da Petrobrás, PETR4, dentro da análise deste segmento – possivelmente como resultado dos desdobramentos da Operação Lava-Jato envolvendo a empresa, nos últimos anos (2015 a 2021).

Assim como no LPA médio, é possível sugerir que o valor do VPA médio influencie a queda no preço médio da ação nos períodos subsequentes, uma vez que a variação de ambos os

indicadores se comportou de forma semelhante, para todos os segmentos, dentro do período analisado.

A tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas do VPA para cada segmento:

Tabela 8 - Estatísticas descritivas do VPA para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	13,711	14,240	11,740	13,190
Desvio Padrão	11,788	18,750	17,145	12,484
Variância	138,958	351,420	293,938	155,847
Mínimo	-5,609	0,890	-1,482	0,980
Q1	5,033	1,990	3,903	2,830
Mediana	11,000	3,490	7,798	7,408
Q3	17,171	23,240	13,588	19,972
Máximo	69,735	62,370	172,921	52,117
Amplitude	75,344	61,480	174,403	51,137
Assimetria	1,900	1,350	4,990	1,080

Fonte: elaborado pelo autor.

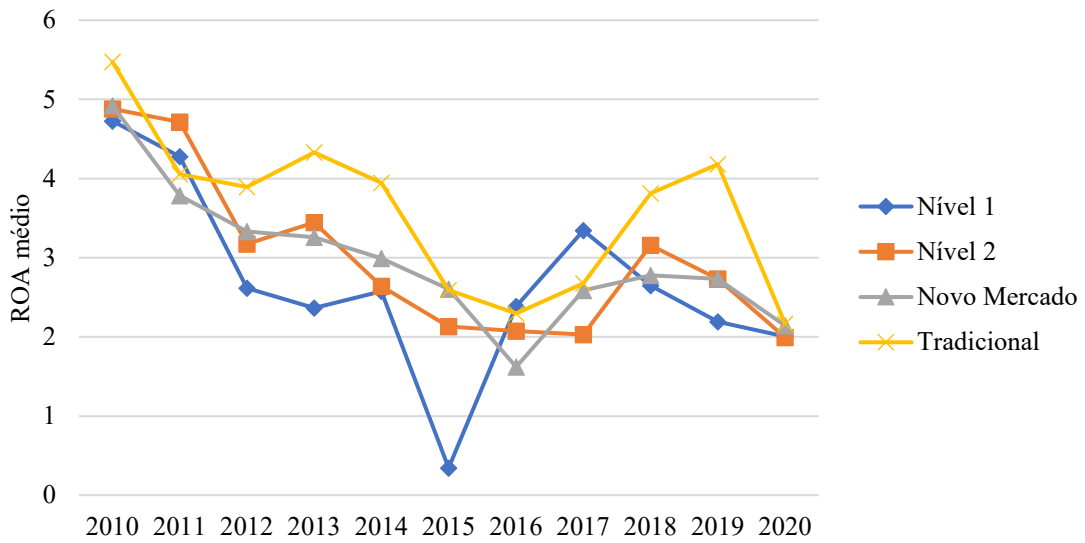
Em geral, considerando-se todo o período, o segmento detentor da maior média de VPA foi o Nível 2 (14,240), seguido, respectivamente, pelas classificações Nível 1 (13,711), Tradicional (13,190) e Novo Mercado (11,740). Com exceção do Novo Mercado (assim como na análise do preço da ação médio), houve aumento do VPA médio para todos os segmentos.

Na análise do desvio padrão, verifica-se que todos os segmentos oscilaram consideravelmente, sendo o Nível 2 o que mais oscilou, dentre os quatro, o que também é evidenciado pelo gráfico 3.

Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

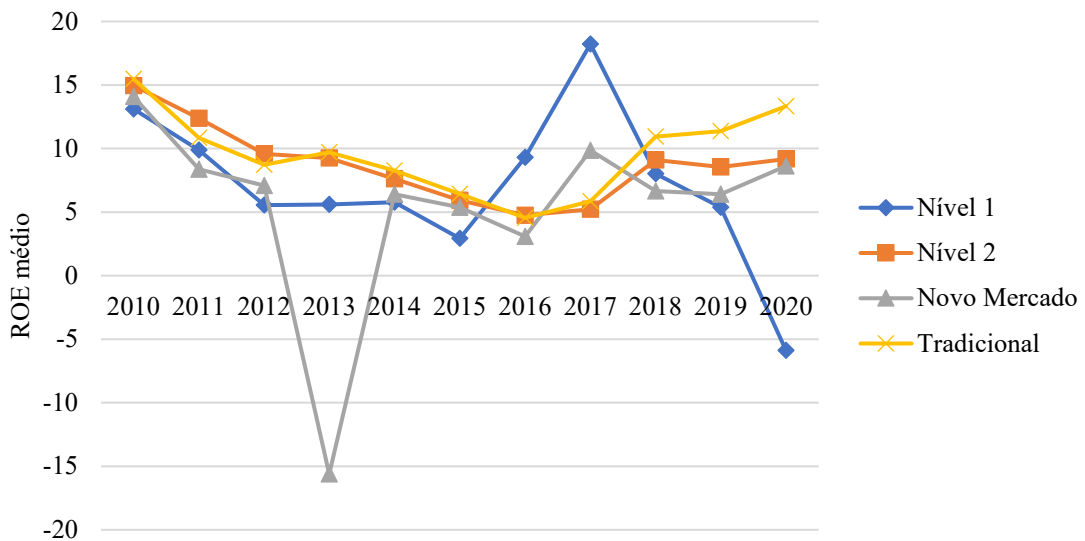
Observa-se que todos os segmentos apresentaram ROE e ROA médios positivos na maior parte do período analisado, mas que, em geral, fecharam o período com valores médios menores para ambos os índices, quando comparados aos valores de 2010. Os gráficos 4 e 5 apresentam, respectivamente, as evoluções do Retorno sobre o Ativo (ROA) médio e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) médio no período de 2010 a 2020, para cada segmento de listagem.

Gráfico 4 - Evolução do ROA médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

Gráfico 5 - Evolução do ROE médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se uma queda impactante no valor médio de ROE para o Novo Mercado em 2013. Em análise mais detalhada, verifica-se a forte influência de empresas como a Vulcabras (VULC3; -114) e Moura Dubeux (MDNE3; -104) na média geral do índice para aquele ano. A queda do Nível 1 em 2020 se deu pela forte influência da queda da Braskem (BRKM5; -162) naquele ano.

A diminuição do ROA médio para o Nível 1 em 2015 pode ser explicada pela redução brusca nos índices de ROA médio da Bradespar (BRAP4; -10), Usiminas (USIM5; -6), Eletrobras (ELET3; -3) e Gerdau (GOAU4; -2). Por outro lado, o fortalecimento do ROE médio em 2017 de empresas como a Bradespar (BRAP4; +9), Ferbasa (FESA4; +9) e Alpargatas (ALPA4; +7) promoveu o pico do segmento especial Nível 1 para este índice.

As tabelas 9 e 10 apresentam as estatísticas descritivas do ROA e ROE, respectivamente, para cada segmento de listagem:

Tabela 9 - Estatísticas descritivas do ROA para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	2,680	2,997	2,978	3,584
Desvio Padrão	4,162	3,087	4,749	4,173
Variância	17,322	9,527	22,554	17,411
Mínimo	-26,719	-5,615	-22,922	-11,115
Q1	0,659	1,044	0,469	0,974
Mediana	2,045	2,313	2,193	2,895
Q3	4,378	4,733	5,050	5,509
Máximo	32,849	16,043	36,186	23,269
Amplitude	59,568	21,658	59,108	34,383
Assimetria	0,900	0,640	0,650	0,970

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 10 - Estatísticas descritivas do ROE para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	7,076	8,771	5,480	9,585
Desvio Padrão	24,099	8,815	62,120	15,930
Variância	580,738	77,708	3858,330	253,772
Mínimo	-200,087	-18,121	-2242,610	-20,191
Q1	1,551	3,016	1,250	1,873
Mediana	4,510	7,211	5,490	6,222
Q3	9,713	14,054	12,670	13,610
Máximo	240,210	45,931	364,300	221,481
Amplitude	440,297	64,052	2606,910	241,672
Assimetria	1,280	0,600	-26,120	5,840

Fonte: elaborado pelo autor.

Considerando-se o período de 2010 a 2020, o segmento com maior ROE e ROA médios foi o Tradicional (ROE médio de 9,585; ROA médio de 3,584). Em termos de ROE médio, o Novo Mercado tomou a pior posição, com 5,480, enquanto o Nível 1 apresentou o menor ROA médio, de 2,680 para o período.

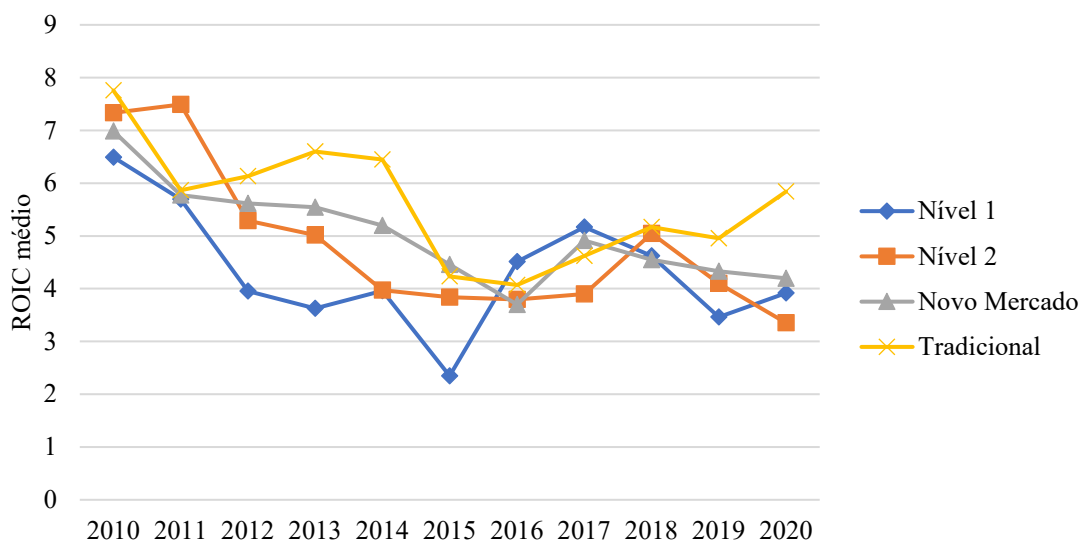
A partir do desvio padrão, verifica-se que o Nível 2 mostrou-se mais estável (com menor desvio da média), seguido pelo Nível 1, Tradicional e, por último, o Novo Mercado. Em geral, verifica-se um comportamento de variação semelhante entre dois índices para todos os segmentos de listagem da B3, apesar de uma estridente discrepância no desvio de ROE do Novo Mercado para com os outros segmentos.

Pode-se sugerir que a queda do ROA entre 2019 e 2020 esteja relacionada à diminuição da produção e queda na rentabilidade do Ativo da maioria dos setores – talvez uma evidência do grande impacto da pandemia de COVID-19 sobre o mercado brasileiro. A manutenção dos níveis de ROE médio, considerando este cenário, podem sugerir a redução dos investimentos no período (reduzindo o Patrimônio Líquido e, por consequência, aumentando o ROE).

Retorno sobre o Capital Investido (ROIC)

A evolução do Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) médio, por sua vez, é elucidada pelo gráfico 6:

Gráfico 6 - Evolução do ROIC médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo próprio autor.

Na evolução do ROIC médio entre 2010 e 2020, verifica-se a redução do valor médio deste índice para todos os segmentos, como também foi observado no comportamento do ROA e ROE médios (gráficos 4 e 5). Ao se comparar a evolução dos segmentos no período, verifica-se que o Nível 2 caiu da segunda posição para a última, enquanto todos os outros mantiveram suas posições relativas de ROIC médio.

Os segmentos de Nível 1 e Tradicional variaram inversamente entre 2012 e 2014 – enquanto um aumentava, o outro diminuía, e vice-versa. Em 2015 ambas sofreram queda, enquanto o Nível 2 e Nível 1 sofreram as menores variações ao longo do período – em outras palavras, mantiveram-se mais estáveis, como corroborado pelos menores desvios padrão, apresentados nas estatísticas descritivas da tabela 11.

Tabela 11 - Estatísticas descritivas do ROIC para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	4,341	4,830	5,023	5,608
Desvio Padrão	4,568	4,175	6,065	6,542
Variância	20,864	17,427	36,789	42,794
Mínimo	-17,609	-8,446	-16,153	-11,793
Q1	1,661	2,047	1,673	1,660
Mediana	3,471	3,901	3,756	4,005
Q3	6,048	6,763	7,003	7,659
Máximo	33,903	19,765	73,334	80,266
Amplitude	51,512	28,210	89,487	92,059
Assimetria	1,430	0,900	3,070	3,590

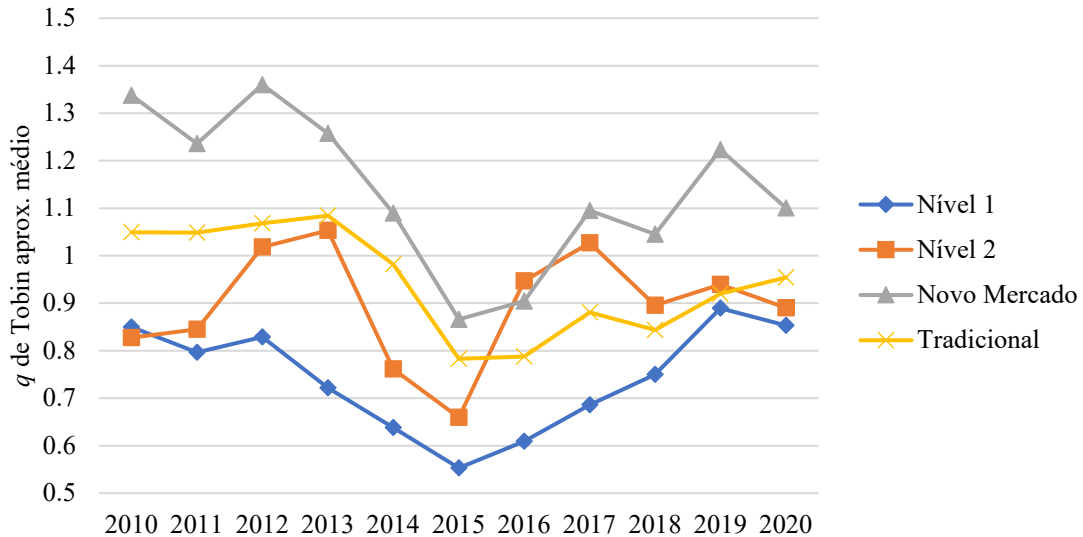
Fonte: elaborado pelo autor.

O segmento Tradicional teve a maior média no valor de ROIC médio (5,608), enquanto o Nível 1 apresentou a menor média para este índice (4,341). A respeito do desvio padrão, o Novo Mercado e o Nível 2 mostraram-se mais estáveis ao longo do período analisado, além de terem sido os segmentos com menor assimetria de dados.

q de Tobin aproximado

A evolução do q de Tobin aproximado médio para todos os segmentos é representada pelo gráfico 7:

Gráfico 7 - Evolução do q de Tobin aprox. médio para cada segmento de listagem da B3 entre 2010 e 2020.



Fonte: elaborado pelo autor.

Verifica-se que todos os segmentos variaram seguindo as mesmas tendências de crescimento e queda ao longo dos anos. Observa-se, também, que, entre 2013 e 2015, todos os segmentos sofreram queda no valor médio q de Tobin.

Como afirmado por Lindenberg e Ross (1981) e Chung e Pruitt (1994), valores de q maiores do que 1 indicam o incentivo ao investimento, uma vez que o capital físico investido supera o custo da ação (ações apresentam valorização). O Novo Mercado foi a única classificação a manter seu q de Tobin médio acima de 1,0 na maior parte do período.

Em geral, os segmentos Tradicional e Novo Mercado perderam valor de q de Tobin, enquanto os Níveis 1 e 2 apresentaram melhora. O Novo Mercado foi o segmento com os maiores níveis desse indicador durante todos os 10 anos analisados, exceto em 2016, quando a média do Nível 2 se mostrou ligeiramente maior.

Assim como na evolução do ROIC médio, verifica-se todos os segmentos mantiveram suas posições relativas de q de Tobin médio, havendo apenas uma pequena inversão de posições entre o Nível 2 e o Nível 1 já em 2011 em diante.

A tabela 12 apresenta as estatísticas descritivas do q de Tobin aproximado calculado para cada segmento de listagem:

Tabela 12 - Estatísticas descritivas do q de Tobin aprox. para cada segmento de listagem entre 2010 e 2020.

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Contagem	616	264	2420	660
Média	0,743	0,897	1,138	0,946
Desvio Padrão	0,478	0,620	0,972	0,849
Variância	0,228	0,384	0,945	0,720
Mínimo	0,159	-0,376	-0,035	0,079
Q1	0,415	0,565	0,562	0,477
Mediana	0,614	0,791	0,804	0,765
Q3	0,869	1,069	1,393	1,043
Máximo	4,684	3,716	7,878	5,458
Amplitude	4,525	4,091	7,913	5,379
Assimetria	2,590	1,600	2,480	2,680

Fonte: elaborado pelo autor.

Observa-se que o segmento de Nível 1 teve a menor média (0,743) para o q de Tobin aproximado entre 2010 e 2020, enquanto o Novo Mercado representou a melhor média (1,138). Verifica-se, também, que o Nível 1 e o Nível 2 mostraram-se mais estáveis para a amostra analisada, fato corroborado pelos menores desvios padrão para estas classificações em relação às outras duas.

As considerações finais na seção a seguir sintetizam os resultados e algumas interpretações deste estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Segundo Child e Rodrigues (2000), a Governança Corporativa tem se tornado cada vez mais importante para que as empresas do mundo todo acessem o capital externo e custos mais competitivos, principalmente em países emergentes como o Brasil. Rossetti e Andrade (2014) explicam que existe uma pressão sobre as companhias brasileiras para maior aderência aos padrões mundiais da boa governança e à necessidade de capital estrangeiro. Assim, os investidores passaram a considerar a boa Governança Corporativa como garantia da credibilidade da atuação da empresa no mercado e, nesse sentido, as listagens de segmento especial da B3 têm como objetivo melhorar a avaliação de empresas e torná-las mais atrativas ao mercado (B3, 2021) – o que pode ser uma possível explicação para o grande número de empresas classificadas como Novo Mercado na B3, sendo maioria na amostra analisada (de 71%, na amostra original, passando para 61%, após a filtragem).

Em termos gerais, no que diz respeito aos índices analisados, não se obteve uma correlação significativa além do que se já era esperado dos indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROIC). Após comparação entre os segmentos de listagem, foi possível sugerir uma possível e discreta influência da classificação de segmento, apesar das baixas correlações, sobre as relações entre LPA, VPA e Valor de Mercado (correlação aumentada, principalmente no segmento Tradicional) e também entre o q de Tobin e o LPA (principalmente no Nível 2).

Com relação à observação do comportamento dos índices entre 2010 e 2020, verificou-se o Nível 1 como o mais estável (menor desvio padrão) para o preço da ação médio, LPA, VPA e q de Tobin. No que diz respeito aos indicadores de rentabilidade (ROE, ROA, ROIC), o Nível 2 se destacou dos demais segmentos. Em contrapartida, o Novo Mercado apareceu como o mais instável para todas as variáveis analisadas, exceto o ROIC, para o qual o Tradicional mostrou-se com os maiores desvios padrão. Apesar disso, acredita-se que o tamanho da amostra tenha sido fator determinante para os maiores níveis de desvio padrão no Novo Mercado – afinal, neste segmento existem inúmeras empresas de tamanhos diferentes, o que incorre numa maior variação dos dados.

A listagem Tradicional mostrou-se com as maiores médias de LPA, ROE, ROA e ROIC, enquanto o Novo Mercado apresentou superiores preços de ação médio e q de Tobin, como explanado por Souza e Borba (2017) ao sugerir uma relação positiva dos preços das ações com os princípios básicos da Governança Corporativa, quando explica que o preço no mercado brasileiro de ações é significativamente associado à transparência do negócio e às expectativas

dos acionistas sobre a rentabilidade futura dos ativos. Carvalho (2003), ao analisar os desdobramentos da migração do mercado Tradicional para o Novo Mercado, também concluiu um impacto positivo sobre a valoração das ações – os autores também citam aumentos no volume de negociação e de liquidez, além da redução da exposição a fatores macroeconômicos, elementos os quais não foram objeto de estudo desta pesquisa.

Com respeito à relação entre a Governança Corporativa e o comportamento das ações no mercado brasileiro no período estudado, não foi possível estabelecer uma relação direta entre um segmento de governança e à resposta dos indicadores de desempenho analisados. Por se tratar de uma amostra muito grande, segmentada somente pelos níveis de governança da B3, talvez a real influência das práticas de governança não tenha sido, de fato, observada. Na prática, a desconsideração da estrutura de capital como um fator do desempenho financeiro foi uma limitação importante, apesar de esta ter sido uma escolha arbitrária, uma vez que o propósito não era explicar a fundo o comportamento das variáveis, mas buscar relacioná-las aos diferentes níveis de governança. Além disso, muitas das variações podem, também, estar relacionadas às grandes instabilidades política e econômicas instauradas no país.

É interessante comentar que trabalhos semelhantes, como o de Fallatah e Dickins (2012), não indicaram relação significativa entre a Governança Corporativa e o desempenho financeiro – em seu artigo, os autores identificaram influência significativa e positiva entre as práticas de governança e o valor das empresas, mensurado pelo q de Tobin e o valor de mercado por meio de testes estatísticos.

Em conclusão, esta pesquisa contribui para a discussão do tema Governança Corporativa e trabalhos que, sobretudo, discutem e relacionam a governança às questões relativas ao desempenho financeiro das organizações. Além disso, diferencia-se de pesquisas no mesmo tema ao analisar uma grande quantidade de empresas em um período relativamente maior. No entanto, ressalta-se que este estudo não teve a intenção de esgotar o tema pesquisado. Ainda não existem modelos tradicionais e consolidados para mensuração de um índice de Governança Corporativa – um assunto relativamente recente, principalmente para o mercado brasileiro. Nesse sentido, sugere-se, para estudos futuros, o desenvolvimento de um índice que mesure a governança, como sugerido por Leal (2004), pelo qual seja possível analisar, por meio de aplicação de testes estatísticos, a influência do grau de governança nos resultados de uma empresa. Também é sugerida a análise de empresas segmentadas por setor, ou por diferentes fatores, como o tamanho, estrutura de capital ou valor de mercado.

6 REFERÊNCIAS

AGUILAR, F. Principais alterações na Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6404/76. **Aurum**, 2021. Disponível em: <<https://www.aurum.com.br/blog/lei-das-sa/>>. Acesso em: 17 Junho 2021.

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. D. S. **Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileira de capital aberto não listadas em bolsa**. Universidade Federal de Pernambuco. Recife. 2008.

ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. A contabilidade tradicional e a contabilidade. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 33, p. 16-32, 2003.

ARAÚJO, L. As relações inter-organizacionais. In: RODRIGUES, S. B.; CUNHA, M. P. **Estudos organizacionais: novas perspectivas na administração de empresas**. São Paulo: Iglu, 2000. p. 501-518.

ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance**, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.

ASSAF NETO, A. **Fundamentos de administração financeira**. 3ª. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

AVELAR, E. A. **Efeitos da regulação no desempenho econômico-financeiro de organizações de saúde**. Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2018.

B3. Segmentos de Listagem. **B3**, 2021. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 26 Abril 2021.

BRUNI, A. L. **Estatística Aplicada à Gestão Empresarial**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CARVALHO, A. G. D. **Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa**. FEA/USP. São Paulo. 2003.

CHILD, J.; RODRIGUES, S. B. **Corporate governance and international joint ventures: insights from Brazil and China**. Birmingham Business School. [S.l.]. 2000.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A Simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Setembro 1994.

- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 12. ed. Porto Alegre: AMGH, 2016.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.
- COSTA, G. S. **A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2008.
- CVM. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. **Comissão de Valores Mobiliários**, 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 03 Maio 2021.
- DALTON, D. R.; DAILY, C. M. Number of Directors and Financial Performance a Meta Analysis. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 6, 1999.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DIAS, R. S.; SOUZA, J. V.; OLIVEIRA, L. K. O modelo de Greenblatt: evidências no mercado de ações brasileiro entre 2002 e 2012. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, Novo Hamburgo, v. 12, n. 2, Agosto 2015. ISSN 2446-6875. Disponível em: <<https://periodicos.feevale.br/seer/index.php/revistagestaoedesenvolvimento/article/view/331>>. Acesso em: 03 Junho 2021.
- ELENA, G. C. Relevant Performance Indicators in the analysis of corporate governance. **Ovidius University Annals, Economic Sciences Series**, v. 1, p. 1253-1257, May 2013.
- FALLATAH, Y.; DICKINS, D. Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. **African Journal of Business Management**, v. 6, n. 36, p. 10025-10034, 2012.

FERNANDES, F.; FERREIRA, M. E.; RODRIGUES, E. R. Análise de rentabilidade utilizando o modelo Dupont: estudo de caso em uma operadora de planos de saúde. **Revista de Gestão em Sistemas de Saúde**, v. 3, n. 2, p. 30-44, 2014.

GANZ, A. C. S.; SCHLOTEFELDT, J. O.; RODRIGUEZ JÚNIOR, M. M. Modelos de precificação de ativos financeiros e governança corporativa. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 21, n. 2, p. 1-27, 2020.

GOTARDELO, D. R. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2006.

HIGGINS, R. C. **Análise para Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2014.

IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, São Paulo, 2015. ISSN 978-85-99645-38-3. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: Abril 2021.

KAPPLER, L. L. I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**, Abril 2002.

LEAL, R. Governance Practices and Corporate Value - A Recent Literature Survey. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 327-337, Outubro 2004.

LINDENBERG, E. B.; ROSS, S. A. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. **The Journal of Business**, Chicago, v. 54, n. 1, p. 1-32, 1981.

MALIENI, W. J. **Práticas de Governança Corporativa e Geração de Valor para acionistas**. Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo. 2003.

MARTINS, H. C. **Governança corporativa em cenário de mudanças: evidências empíricas das alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras**. Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2004.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

NGUYEN, P. Corporate governance and risk taking: evidence from Japanese firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 19, n. 3, p. 278-297, 2011.

- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2003.
- RIBEIRO, H. C. M.; MURITIBA, S. N.; MURITIBA, P. M. Perfil e Crescimento dos Temas "Governança Corporativa" e "Estratégia": uma análise dos últimos 11 anos nos periódicos da área de administração no Brasil. **Gestão & Regionalidade**, v. 28, n. 82, p. 83-99, 2012.
- ROBERTS, P. W.; DOWLING, G. R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strat. Mgmt. J.**, v. 23, p. 1077-1093, 2002.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. A **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- RUSSO, J. **Balanced Scorecard para Pequenas e Médias Empresas**. Lisboa: LIDEL, 2015.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, n. 52, p. 737-783, 1997.
- SILVA, A. L. C. D.; LEAL, R. P. C. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.
- SILVA, J. P. **Análise financeira de empresas**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2004.
- SOARES, M. A. **Análise de indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro das operadoras de planos de saúde brasileiras: uma aplicação da análise fatorial**. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.
- SOUZA, A. A. D. **Qualidade das informações contábeis e governança corporativa: evidências empíricas nos mercados de capitais francês e brasileiro**. Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2020.

SOUZA, M. M. D.; BORBA, J. A. Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas companhias de capital aberto brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 73, p. 77-92, 2017.

TAVARES, A. L.; SILVA, C. A. T. A análise financeira fundamentalista na previsão de melhores e piores alternativas de investimento. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 37-52, Janeiro 2012. ISSN 1809-3337. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2309>>. Acesso em: 28 Maio 2021.

TEIXEIRA, A. B.; ALVES, T. **A contabilidade e o valor na perspectiva dos utilizadores da informação financeira**. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e valor - Novos contextos. [S.l.]: [s.n.]. 2003.

TEIXEIRA, N. M. D.; AMARO, A. G. C. Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 4, p. 157-178, Dezembro 2013. ISSN 1809-3337. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/3535>>. Acesso em: 18 Maio 2021.

TOBIN, J. Liquidity preference as behavior towards risk. **The review of economic studies**, Oxford, v. 25, n. 2, p. 65-86, Fevereiro 1958.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. 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, Dezembro 2004.