

V Jornada de Iniciação Científica

VI SEMINÁRIO CIENTÍFICO DO UNIFACIG

Sociedade, Ciência e Tecnologia

A RELAÇÃO ENTRE A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A VALORIZAÇÃO E A DESVALORIZAÇÃO DAS AÇÕES

Camila Teresa Martucheli¹, Antônio Artur de Souza², Gustavo Silva³, Leticia Paulino Oliveira⁴

¹Mestra em Administração, Unifacig, Manhuaçu-MG, camila.teresa@sempre.unifacig.edu.br.

²PhD em *Management Science*, UFMG, Belo Horizonte-MG, artur@face.ufmg.br.

³Graduando em Economia, UFMG, Belo Horizonte-MG, pimentel.gustavo10@gmail.com.

⁴Graduanda em Economia, UFMG, Belo Horizonte-MG, leticiaoliveira90@gmail.com.

Resumo: Este trabalho faz uma análise da relação entre a governança corporativa e a variação do preço das ações das 10 empresas que mais valorizaram e das 10 empresas que mais desvalorizaram no ano-base de 2018. Por meio do grau de qualidade composto por quatro dimensões e 16 assertivas de respostas binárias, mensurou-se a governança corporativa, com a criação de um índice de governança corporativa (IGC). A análise dos dados foi realizada por meio da análise das médias do IGC e das variáveis complementares das empresas que mais valorizaram e que mais desvalorizaram. Após a análise, pôde-se concluir que as 10 empresas que mais valorizaram apresentaram a média do IGC menor do que as 10 empresas que mais desvalorizaram, o que foi confirmado pelo Teste-t para igualdade de médias, cujo resultado foi negativo e significativo. Ao contrário do que apregoa boa parte da fundamentação teórica apresentada, o resultado empírico mostrou que as empresas que mais valorizaram apresentaram menor índice de governança, o que sugere que melhores práticas de governança podem não levar à valorização das ações.

Palavras-chave: governança corporativa, desempenho financeiro, novo mercado.

Área do Conhecimento: Administração (Finanças)

THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND THE VALUATION AND DEVALUATION OF SHARES

Abstract: The central purpose of the work is to analyze the relationship between corporate governance and the change in the share price of the 10 companies that appreciated the most and the 10 companies that depreciated the most in the 2018 base year. Through the degree of quality made up of four dimensions and 16 binary responses, corporate governance was measured, with the creation of a corporate governance index (IGC). The data was analyzed by means of the IGC averages and the complementary variables of the companies that most valued and devalued the most. After the analysis, it was possible to conclude that the 10 companies with the highest value had the IGC average lower than the 10 companies with the highest devaluation, which was confirmed by the t-t test for equality of means, whose result was negative and significant. Contrary to what is claimed to be a good part of the theoretical basis presented, the empirical result showed that the companies that valued the most presented lower governance index, which suggests that better governance practices may not lead to the valuation of shares.

Keywords: corporate governance, financial performance, new market

1. INTRODUÇÃO

Os mecanismos de governança corporativa têm sido cada vez mais relacionados com o desempenho das empresas, especialmente aquelas de capital aberto, em que a transparência é valorizada pelos diversos stakeholders, principalmente, os investidores. No Brasil, para uma parcela das companhias de capital aberto, as boas práticas de governança corporativa estão associadas ao ingresso nos novos mercados – segmento especiais da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) em que estão listadas as empresas que adotam de maneira voluntária as práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação brasileira. O objetivo dessas companhias é obter fundos e

valores reduzidos, se comparado com o segmento tradicional, além de aumentar a liquidez. Tão importante quanto os indicadores financeiros das empresas, obtidos por meio de análise das demonstrações contábeis, a valorização, ou desvalorização, em determinado período, das ações das empresas listadas de capital aberto é um fator importante no processo decisório dos investidores. Assim, torna-se relevante analisar a relação entre os mecanismos de governança corporativa adotados pelas empresas e a valorização de suas ações.

Tratando-se da transparência, que visa mitigar a assimetria de informação, segundo a OECD (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) (1998a), é preciso que todos os stakeholders de uma empresa tenham acesso de maneira clara às informações financeiras. Segundo a OECD (1998b), a transparência na divulgação das informações pode reduzir as incertezas para os investidores e contribuir para a redução dos conflitos de agência. Tais conflitos são amplamente discutidos por meio da teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976). Segundo seus preceitos, cada stakeholder tem seus interesses e trabalha em prol de defender a sua própria curva de utilidade.

Estudos que relacionam a listagem nos novos mercados e suas consequências têm revelado que ao aderir a esses segmentos, as empresas apresentam maior liquidez e aumento de valor (Leuz & Verrecchia, 2000; De Carvalho, 2003; De Carvalho & Pennacchi, 2007; Procianny & Verdi, 2009). A proposta deste estudo é, então, analisar a relação entre os mecanismos de governança corporativa e a variação do valor do preço das ações de dois grupos: as 10 empresas que mais valorizaram e as 10 empresas que mais desvalorizaram em 2018; todas listadas na [B]³ (BM&FBOVESPAe CETIP). Esta pesquisa busca responder a seguinte pergunta: “Há diferença na relação entre as práticas de governança corporativa e a variação do preço das ações das 10 empresas que mais valorizaram e das 10 empresas que mais desvalorizaram no mercado em 2018?”.

A pesquisa fundamenta-se nas teorias da agência e da assimetria de informação e utiliza como variável para estipular a governança corporativa a adaptação do Índice de Governança Corporativa (IGC) criado por Da Silva e Leal (2005) e pelo IBGC (2005); índice largamente adaptado e utilizado em diversos estudos sobre o tema no Brasil (De Jesus Lameira & Ness Júnior, 2011; Da Silva, Dos Santos, & Dos Santos, 2017). Para tal, este artigo se organiza em seis partes. A primeira é esta introdução, a segunda a fundamentação teórica, a terceira o método de pesquisa utilizado, a quarta trata-se da análise dos resultados, a quinta traz as conclusões e, por fim, a sexta parte é destinada às referências utilizadas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria da agência e assimetria de informação

Desenvolvida em meados da década de 1970, a teoria da agência surgiu a partir dos conflitos entre os stakeholders das empresas. Cada um tem seus interesses e trabalha em prol de defender a sua própria curva de utilidade. Jensen e Meckling (1976) explicam que as decisões estratégicas da empresa são influenciadas pelos conflitos de interesses ligados às relações entre seus stakeholders, sendo eles gestores, acionistas e credores.

Jensen e Meckling (1976) se voltaram para dois tipos de conflitos, entre acionistas e gestores (custos de agência de capital próprio) e entre credores e acionistas (custos de agência da dívida). Neste artigo, trataremos apenas do primeiro, o qual acontece devido ao fato de que os gestores não são detentores de todo o capital investido na empresa e, por isso, eles não recebem o ganho total dos lucros advindos de suas atividades. Porém, eles são os únicos responsáveis pelos custos de tais atividades.

Os custos de agência, muitas vezes, são derivados da existência da assimetria de informação, conforme explica Ross (1977), para quem o gestor de uma empresa tem informações privilegiadas, em detrimento dos acionistas externos. Assim sendo, o mercado pode avaliar o valor da empresa por meio de sua estrutura de incentivo, na qual o gestor está inserido e suas atitudes dentro dela.

Myers e Majluf (1984) desenvolveram explicações sobre a variação do preço das ações de uma empresa frente à emissão de novas ações e ao endividamento, tendo como base a assimetria de informação. Para os autores, quando a empresa emite novas ações, elas tendem a cair, mas não sofrem o mesmo impacto quando a estrutura de capital é alterada. Os autores afirmam que a empresa tem três diferentes formas de agir quando existe assimetria de informação. Ela pode tomar decisões em prol dos acionistas antigos, assumindo que são passivos ou que são ativos, e pode também atuar em favor de todos os acionistas, ignorando o conflito que pode existir entre os novos e antigos.

Segundo Barth, Konchitchki e Landsman (2013), quando a transparência dos lucros é baixa, os ganhos (disponíveis a um custo pequeno ou zero) não capturam, na maior parte das vezes, as

mudanças do valor econômico de uma empresa. Isso faz com que alguns investidores invistam em obter informações privadas sobre o valor econômico de uma empresa além do que é refletido nos lucros. Assim, alguns investidores terão maior informação do que outros, aumentando a assimetria de informação.

2.2. Governança corporativa e os segmentos especiais da [B]³

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa pode ser entendida como um sistema de boas práticas que rege o relacionamento entre os stakeholders de uma organização, ou seja, sócios, membros do conselho de administração, diretoria, órgãos fiscalizadores e demais interessados. Esse sistema é composto por princípio que visam dirigir e monitorar esse relacionamento, com o objetivo de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo das organizações.

Assim, com o objetivo de estabelecer um padrão de governança corporativa diferenciado, a Bovespa (atual [B]³) lançou no final de 2000 o novo mercado (atualmente há o nível 2 e nível 1, além do Bovespa mais). As empresas listadas nesses segmentos adotam um conjunto de regras societárias que aumentam os direitos de todos os acionistas, além de se comprometerem com a divulgação de informações financeiras com periodicidade estabelecida e de maneira transparente. Também são comprometidas com a divulgação de suas políticas e de suas práticas de fiscalização e controle, por meio de auditorias.

Há um conjunto de regras relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas que a empresa precisa seguir para ser listada no novo mercado. Entre elas se destacam a obrigatoriedade de emitir apenas ações ordinárias (direito ao voto) e manter, no mínimo, 25% de suas ações em circulação (free float). Além do novo mercado, há ainda o segmento nível 2, que se difere do primeiro por permitir que as empresas listadas mantenham ações preferenciais, e o segmento nível 1, cujas regras são menos rígidas que os primeiros, mas que obrigam as empresas nele listadas a manterem o free float e boas práticas de governança corporativa que favoreçam a transparência.

2.3. Relação entre as boas práticas de governança corporativa e desempenho

Há na literatura diversos estudos que relacionam os mecanismos de governança corporativa, assim como a listagem nos novos mercados, e o desempenho das empresas. Drobotz, Schillhofer e Zimmermann (2004) pesquisaram a diferença entre o retorno das empresas alemãs que mais adotavam práticas de governança e aquelas que menos adotavam, segundo o índice Corporate Governance Rating (CGR). Os autores concluíram que os retornos em excessos e o nível de governança corporativa possuem uma relação negativa. Ou seja, as empresas com maiores mecanismos de governança tiveram um retorno menor do que as demais.

No Brasil, De Carvalho (2003) analisou as consequências da migração do mercado tradicional para o novo mercado por meio da abordagem de estudo de evento. Segundo o autor, a migração teve impacto positivo sobre a valoração das ações, o volume de negociação e a liquidez, além de reduzir a exposição a fatores macroeconômicos. Da Silva e Leal (2005) mostraram, em estudo realizado entre 1998 e 2002, que as empresas que apresentavam melhores práticas de governança corporativa tinham um desempenho significativamente maior que aquelas que não adotavam tais práticas. Da mesma forma, o valor das empresas também apresentou uma relação significativa e positiva. De maneira semelhante, De Carvalho e Pennacchi (2007) realizaram um estudo sobre as consequências das empresas brasileiras ao aderirem aos novos mercados, entre 2001 e 2003. Encontraram como resultado que essas empresas tiveram um aumento no preço das ações (especialmente as preferenciais) e um aumento no volume de negociação, ou seja, de liquidez.

Nota-se que, segundo este referencial teórico, a partir dos estudos publicados após 2010, o que significa que os dados foram obtidos durante e após a crise de 2008, os resultados começaram a se alterar. Assim, de modo contrário aos primeiros estudos apresentados, Fernandes, De Oliveira e Da Cunha (2010) concluíram que não houve mudança do desempenho das empresas pesquisadas após a adesão aos novos mercados da [B]³. Ainda segundo os autores, foi verificado que a rentabilidade medida pelo ROA e pelo ROE foi menor após a adesão aos novos mercados e, de acordo com o resultado do Q de Tobin, as empresas não conseguiram criar valor.

Por sua vez, Vieira, Velasquez e Losekann (2011) encontraram uma relação negativa entre o retorno da ação e a adoção de maiores níveis de governança. Porém, segundo os resultados do estudo feito por Colombo e Galli (2012), não há correlação entre o ingresso nos segmentos especiais da [B]³ e a valorização das empresas.

Por outro lado, ao verificar se a adesão aos novos mercados da [B]³ aumentou a criação de valor e o desempenho financeiro das empresas brasileiras listadas nesses segmentos, De Vilhena e Camargos (2015) concluíram que a adoção de práticas de governança corporativa torna as empresas mais suscetíveis de criar valor para os acionistas. Em outro estudo, Borges, Da Silva, Rech e Carvalho (2016) concluíram que os retornos anormais das empresas analisadas após a listagem nos novos mercados foram menores do que os registrados quando ainda estavam no mercado tradicional.

Maranho, Da Fonseca e Frega (2016) estudaram os efeitos da crise 2008 na relação entre a rentabilidade, mensurada pelo ROA e o ROE e mecanismos de governança corporativa. Os autores concluíram que no período pré-crise, houve uma relação positiva entre essas variáveis, mas que podem ser explicadas pelo crescimento geral do mercado nesse período. Contudo, no período pós-crise não houve significância, mas, ao analisar os anos de 2004 a 2012, a relação foi negativa, ou seja, maior o índice de governança, menor a rentabilidade.

Por sua vez, Da Silva et al. (2017) chegaram à conclusão semelhante a estudos anteriores. Segundo os autores, em relação às empresas analisadas na pesquisa, cuja amostra foi formada por 81 empresas de capital aberto, entre as 100 maiores de 2016, os bons níveis de governança não tiveram relação significativa com o valor e desempenho das empresas. Porém, houve uma relação positiva e significativa entre a listagem nos novos mercados e o valor das empresas, mensurado pelo Q de Tobin.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é caracterizada de acordo com Cooper e Schindler (2016), como descritiva e quantitativa, uma vez que foram aplicados testes estatísticos para a análise dos dados. A amostra é não probabilística, visto que foi definida previamente de acordo com o objetivo do estudo, o qual é analisar e comparar a relação entre os mecanismos de governança corporativa e a variação do valor do preço das ações das 10 empresas que mais valorizaram e das 10 empresas que mais desvalorizaram em 2018; todas listadas na [B]³. A tabela 1 mostra a relação das empresas que compõem a amostra.

Tabela 1 - As dez ações que mais se valorizaram e as dez ações que mais se desvalorizaram na [B]³ no ano-base 2018

Ações que mais se valorizaram				
Ranking	Ações	Ticker	VPA	Segmento
1	Magazine Luiza	MGLU3	126,34%	NM
2	Cemig	CMIG4	116,76%	N1
3	B2W	BTOW3	104,98%	NM
4	Suzano	SUZB3	104,73%	NM
5	Gol	GOLL4	71,92%	N2
6	Fibria	FIBR3	52,64%	NM
7	Banco do Brasil	BBAS3	52,40%	NM
8	Petrobras (ON)	PETR3	51,67%	N2
9	Santander	SANB11	37,90%	T
10	Natura	NATU3	37,44%	NM

Ações que mais se desvalorizaram na b3 em 2018				
Ranking	Ações	Ticker	VPA	Segmento
1	Cielo	CIEL3	-58,15%	NM
2	Qualicorp	QUAL3	-56,90%	NM
3	Kroton	KROT3	-50,03%	NM
4	BRF	BRFS3	-40,08%	NM
5	Smiles	SMLS3	-39,31%	NM
6	RD	RADL3	-37,17%	NM
7	Fleury	FLRY3	-30,88%	NM

8	Ultrapar	UGPA3	-27,31%	NM
9	CCR	CCRO3	-26,84%	NM
10	Marfrig	MRFG3	-25,41%	NM

Nota. Fonte: Criado pelos autores, com base nas informações da [B]³.

A coluna da variável VPA (Variação do Preço das Ações) mostra a valorização das ações do primeiro grupo e a desvalorização das ações do segundo grupo, entre o dia 1^o de janeiro e 31 de dezembro de 2018. A coluna segmento diz respeito à listagem da empresa na [B]³, assim, NM significa que a empresa está listada no novo mercado, N1, que a empresa está listada no nível 1, N2, que a empresa está listada no nível 2 e T, que a empresa está listada no mercado tradicional.

Para a elaboração deste estudo, foi realizada uma pesquisa documental com a coleta de dados secundários feita por meio do site da [B]³ (<http://www.b3.com.br>), de onde foram coletadas informações referentes às demonstrações financeiras, formulários de referência e segmentos de listagem. Já por meio do site da J.P. Morgan, foram coletadas as informações referentes às *American Depositary Receipts* (ADR's). A partir da investigação desses documentos foi criado um índice de governança corporativa, composto por quatro dimensões e 16 assertivas de respostas binárias, conforme é mostrado no Apêndice 1. As questões apresentadas foram respondidas com "Sim" e "Não". Às repostas "Sim" foi atribuído 1 (um) ponto e às repostas "Não", foi atribuído o valor 0 (zero). O índice de governança de cada empresa foi obtido por meio da soma desses valores, sendo o valor máximo 16 pontos e o valor mínimo 0 (zero).

O índice utilizado neste estudo foi obtido por meio de uma adaptação feita do índice criado por Da Silva e Leal (2005) e do índice criado pelo IBGC (2005), os quais foram adaptados e largamente utilizados em vários estudos sobre governança corporativa no Brasil (Lameira & Ness Júnior, 2011; Da Silva *et. al.*, 2017).

Para complementar a pesquisa, foram incluídas as variáveis lucro por ação (LPA), preço unitário (PU), preço por valor patrimonial da empresa (P/VP), valor da empresa pelo EBITDA (EV/EBITDA) e o Retorno sobre o Ativo (ROA). Essas variáveis foram obtidas por meio do banco de dados da Economática®. Importante pontuar que os dados da empresa Fibria foram coletados apenas em relação aos trimestres do ano 2018, uma vez que houve a fusão dessa empresa com a Suzano, em 2019. Dessa forma, no primeiro trimestre de 2019, apenas o dado sobre o preço unitário de sua ação estava disponível para análise. A tabela 2 mostra as fórmulas das variáveis em questão.

De posse das informações foi feita a análise descritiva dos dados, o teste de normalidade da amostra e finalmente o Teste-t para igualdade de médias. De acordo com Field (2009), esse teste é utilizando quando há duas condições distintas e diferentes amostras. A partir de seus resultados é possível aceitar ou rejeitar a hipótese nula de igualdade das médias. A hipótese alternativa é de não igualdade das médias, ou seja, quando há diferença significativa entre a média dos grupos analisados.

Tabela 2 - Variáveis complementares

Variável	Fórmula
LPA	Lucro líquido / Número de ações emitidas
PU	Patrimônio Líquido / Número de ações emitidas
P/VP	Preço da ação / Valor patrimonial
EV/EBITDA	Valor da empresa / EBITDA
ROA	Retorno / Ativo

Nota. Fonte: criado pelos autores

Dessa maneira, foi feita a análise para responder a questão de pesquisa sobre a existência ou não de diferença estatisticamente significativa entre o IGC dos dois grupos de empresas analisados. As empresas que mais valorizaram (EMV) foi classificada como grupo 0 e as empresas que mais desvalorizaram (EMD) foi classificada como grupo 1. O Teste-t de igualdade de média foi feito para todas as variáveis. Para a análise utilizou-se o *software* SPSS *Statistic* 22. Semelhante metodologia foi empregada por Da Silva e Corrar (2012). Assim, espera-se que a hipótese nula seja rejeitada, o que significa comprovar que o IGC exerce impacto na variação do preço das ações dos dois grupos analisados, de maneira diferente.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste tópico, os resultados são apresentados. Primeiramente, apresenta-se a tabela 3, que traz as estatísticas descritivas das variáveis VPA e IGC.

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas da Variação do Preço das Ações e do Índice de Governança Corporativa

Variáveis	G	N	Média	DP
VPA	0	10	0,76	0,34
	1	10	-0,39	0,12
IGC	0	10	11,10	1,10
	1	10	13,00	2,05

Nota. Fonte: Resultado da pesquisa. VPA=Variação do Preço das Ações, IGC=Índice de Governança Corporativa, G=Grupo (0: ações que mais valorizaram; 1: ações que mais desvalorizaram), N=número da amostra.

As 10 empresas que mais valorizaram referem-se ao primeiro grupo e as 10 empresas que mais desvalorizaram referem-se ao segundo grupo. Em relação à variação do preço das ações, o primeiro grupo teve em média uma valorização de 76%, enquanto que o segundo grupo teve uma média de -39% de desvalorização. Ao contrário do esperado, de acordo com as teorias da agência e da assimetria de informação (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1977), o IGC das empresas que mais desvalorizaram teve uma média maior (13) do que as empresas que mais desvalorizaram (11,1).

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas das Variáveis complementares

Variáveis	G	N	1ºT2018		2ºT2018		3ºT2018		4ºT2018		1ºT2019	
			Média	DP								
LPA	0	10	0,51	0,41	-0,30	1,46	0,37	0,85	0,99	0,81	0,24	0,67
	1	10	0,28	0,42	0,00	0,82	0,26	0,65	0,38	1,50	0,16	0,58
PU	0	9	37,67	25,04	38,81	35,53	40,01	33,87	52,22	47,25	53,44	44,17
	1	10	28,73	22,21	23,79	18,84	22,65	20,23	21,03	16,46	22,80	18,52
P/PV	0	9	2,85	3,35	3,09	3,45	2,98	3,09	3,84	4,61	3,85	4,38
	1	10	4,11	2,50	4,15	2,66	4,50	4,47	3,23	1,58	3,37	1,65
EV/EBITDA	0	7	60,72	75,34	60,18	56,22	48,57	43,31	52,61	36,33	79,14	100,83
	1	10	56,10	28,88	13,17	65,85	40,92	24,17	72,20	78,88	35,92	13,55
ROA	0	10	1,06	1,12	-1,50	4,29	0,32	1,49	1,89	1,86	0,22	0,88
	1	10	1,85	2,10	1,30	2,39	1,90	2,55	1,77	3,86	1,26	2,01

Nota. Fonte: Resultado da pesquisa. LPA=Lucro por Ação, PU=Preço Unitário, P/PV=Preço por Valor Patrimonial, EV/EBITDA=Valor da empresa pelo EBITDA, ROA=Retorno sobre o Ativo, G=Grupo (0: ações que mais valorizaram; 1: ações que mais desvalorizaram), N=número da amostra, DP=Desvio Padrão.

A tabela 4 mostra as estatísticas descritivas das variáveis complementares deste estudo, nos cinco trimestres analisados. Em relação ao lucro por ação, percebe-se que a média do primeiro grupo (0,51) foi quase o dobro da média do segundo grupo (0,28) no primeiro trimestre de 2018. No segundo trimestre de 2018 há uma inversão desse resultado, com o primeiro grupo apresentando uma média negativa do lucro por ação (-0,30) e o segundo grupo uma média nula (0,00). No terceiro trimestre, a média do LPA das empresas do primeiro grupo tem um considerável aumento (0,37), assim como a média do LPA das empresas do segundo grupo (0,26). O quarto trimestre de 2018 foi o que apresentou maior média de LPA tanto para o primeiro quanto para o segundo grupo, o que sugere que o mercado estava bom para ambos os grupos de empresas e que, por isso, tiveram um lucro por ação positivo, ainda que com valores significativamente diferentes entre ambos. Ou seja, ele foi consideravelmente maior para as 10 empresas que mais valorizaram no ano-base 2018 (0,9), em comparação com as 10 empresas que mais desvalorizaram (0,38). E finalmente, analisando o LPA do primeiro trimestre de 2019, a média diminuiu mais de três vezes no primeiro grupo e caiu pela metade no segundo grupo.

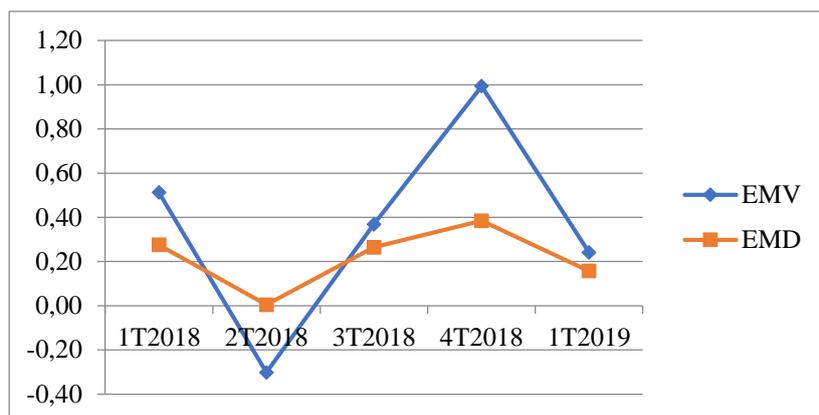


Figura 1 - Evolução do lucro por ação das empresas que mais valorizaram e das empresas que mais desvalorizaram. **Nota.** Fonte: Resultado da pesquisa. EMV=Empresas que Mais Valorizaram em 2018, EMD=Empresas que Mais Desvalorizaram.

A figura 1 ilustra a evolução do lucro por ação de ambos os grupos, em que é possível perceber que a média do LPA das empresas que mais valorizaram e a das que mais desvalorizaram chegaram a valores bem próximos no 1º trimestres de 2019.

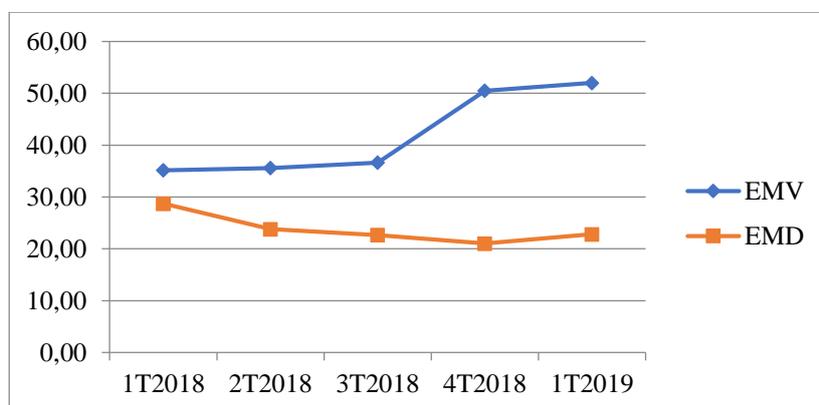


Figura 2 - Evolução do preço unitário das ações das empresas que mais valorizaram e das empresas que mais desvalorizaram. **Nota.** Fonte: Resultado da pesquisa. EMV=Empresas que Mais Valorizaram em 2018, EMD=Empresas que Mais Desvalorizaram.

Ao analisar o preço unitário da ação, no primeiro trimestre de 2018, o primeiro grupo apresentou uma média de R\$37,67, enquanto o segundo grupo, R\$ 28,73. No segundo trimestre de 2018, houve um pequeno aumento da média do PU do primeiro grupo (R\$38,8) e uma queda mais significativa da média do PU do segundo grupo (R\$23,79). O mesmo aconteceu no terceiro trimestre de 2018, quando o primeiro grupo teve uma média de PU de R\$40,01 e o segundo grupo de R\$22,65. No quarto trimestre de 2018, houve um salto da média de PU do primeiro grupo, que registrou R\$52,22, enquanto a média do PU do segundo grupo caiu para R\$21,03. Somente no primeiro trimestre de 2019, o segundo grupo teve um pequeno aumento do valor da média do PU (22,80), enquanto o primeiro grupo continuou a ter aumento, dessa vez registrando R\$53,44. A figura 2 mostra a evolução do preço unitário de ambos os grupos.

Partindo para a análise do preço da ação sobre o valor patrimonial, nos dois primeiros trimestres de 2018, tanto o primeiro grupo, quanto o segundo apresentaram aumento do valor de sua média (2,85 e 3,09; 4,11 e 4,15, respectivamente), com destaque para o fato de que as empresas que mais desvalorizaram no ano-base 2018 tiveram uma média de P/VP maior e evoluindo positivamente nos três primeiros semestres em comparação com as empresas que mais valorizaram. No terceiro semestre, o primeiro grupo ainda experimentou uma queda da média do valor de P/VP (2,98), enquanto o segundo grupo, um aumento (4,50).

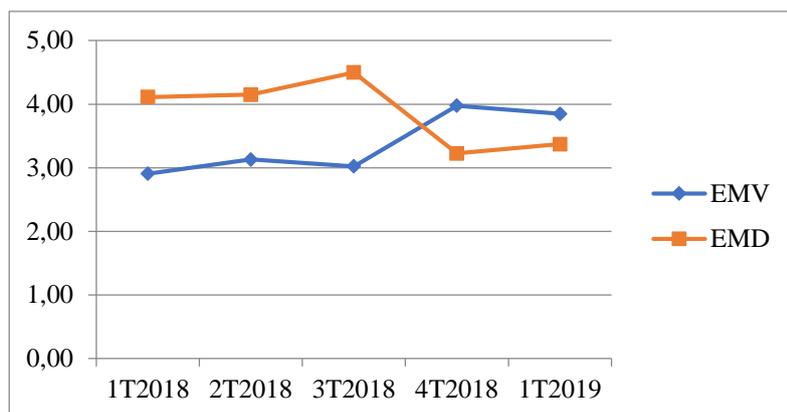


Figura 3 - Evolução do preço da ação por valor patrimonial das empresas que mais valorizaram e das empresas que mais desvalorizaram. **Nota.** Fonte: Resultado da pesquisa. EMV=Empresas que Mais Valorizaram em 2018, EMD=Empresas que Mais Desvalorizaram.

Contudo, no quarto trimestre, houve uma inversão dos resultados, com o primeiro grupo apresentando um considerável aumento da média do P/VP (3,84), enquanto o segundo grupo teve uma significativa queda (3,23). No primeiro trimestre de 2019, a média do P/VP do primeiro grupo voltou a cair (3,85) e a do segundo grupo, a subir (3,37). A figura 3 mostra a evolução do preço por valor patrimonial de ambos os grupos.

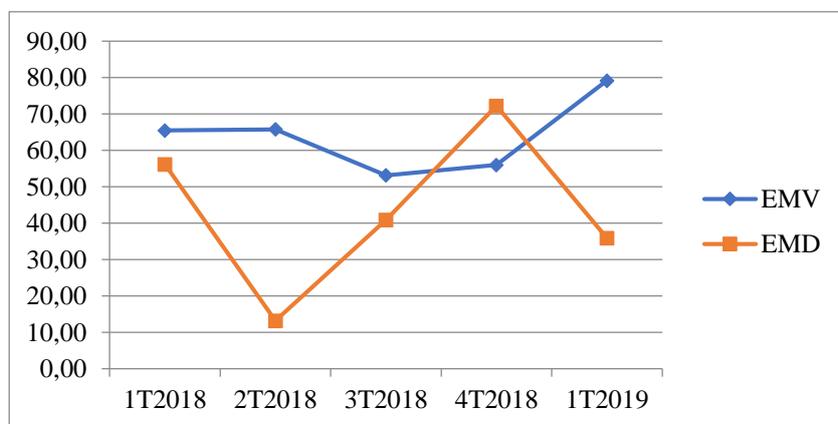


Figura 4 - Evolução do valor da empresa pelo EBITDA das empresas que mais valorizaram e das empresas que mais desvalorizaram. **Nota.** Fonte: Resultado da pesquisa. EMV=Empresas que Mais Valorizaram em 2018, EMD=Empresas que Mais Desvalorizaram.

Com relação ao valor da empresa sobre o EBITDA, observa-se que no primeiro trimestre de 2018, o primeiro grupo apresentou a média de EV/EBITDA (60,72) pouco maior do que o segundo grupo (56,10). Contudo, no segundo trimestre, quando o primeiro grupo praticamente manteve essa média (60,18), o segundo grupo teve uma queda vertiginosa da média de EV/EBITDA (13,17). No terceiro trimestre, enquanto o primeiro grupo apresentou queda da média desse índice (48,57), o segundo grupo apresentou aumento (40,92). Mas, o primeiro grupo ainda continuou com uma média maior. No quarto trimestre, essa ordem se inverteu, com o primeiro grupo obtendo média do valor de EV/EBITDA menor (52,61) do que o segundo grupo (72,20). No primeiro trimestre de 2019, o primeiro grupo registrou um aumento considerável dessa média (79,14), enquanto o segundo grupo, uma grande queda (35,92). A figura 4 ilustra a evolução do índice EV/EBITDA de ambos os grupos.

Finalizando as estatísticas descritivas, apresenta-se a descrição dos resultados do ROA. No primeiro trimestre de 2018, o primeiro grupo apresentou a média do retorno sobre o ativo (1,06) pouco maior do que a média do segundo grupo (1,85). No segundo trimestre, a média do ROA do primeiro grupo (-1,50) foi negativa, enquanto a média do segundo positiva (1,30). No terceiro trimestre, o primeiro grupo continuou com média do ROA (0,32) menor do que o segundo grupo (1,90). Mas, no quarto trimestre, esta ordem se inverteu, com o primeiro grupo registrando média do ROA (1,89) pouco maior que a do segundo (1,77).

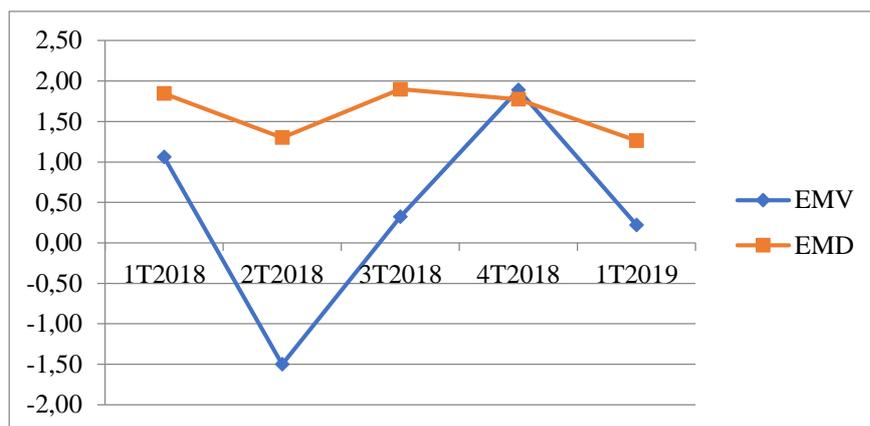


Figura 5 - Evolução da média do retorno sobre o ativo das empresas que mais valorizaram e das empresas que mais desvalorizaram. **Nota.** Fonte: Resultado da pesquisa. EMV=Empresas que Mais Valorizaram em 2018, EMD=Empresas que Mais Desvalorizaram.

No entanto, no primeiro trimestre de 2019, o primeiro grupo voltou a registrar queda da média do ROA (0,22), que foi menor que a média do ROA do segundo grupo (1,26). A figura 5 mostra a evolução da média do ROA para ambos os grupos.

Tabela 5
Teste de Normalidade

Variáveis	H_0 : Distribuição é normal				
	1ºT2018	2ºT2018	3ºT2018	4ºT2018	1ºT2019
IGC	Não rejeita				
LPA	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita	Rejeita	Não rejeita
PU	Não rejeita	Não rejeita	Rejeita	Não rejeita	Rejeita
P/PV	Não rejeita	Não rejeita	Não rejeita	Não rejeita	Não rejeita
EV/EBITDA	Não rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita
ROA	Não rejeita	Rejeita	Não rejeita	Não rejeita	Não rejeita

Nota. Fonte: Resultado da pesquisa.

Antes de proceder com os testes de amostras independentes, realizou-se o teste Kolmogorov-Smirnov (K-S). Trata-se de um teste de normalidade não paramétrico sobre a igualdade de distribuições de probabilidade contínuas e unidimensionais. De acordo com os resultados, não se rejeita a hipótese nula de normalidade para a variável IGC. As demais variáveis também foram testadas em cada trimestre deste estudo. No primeiro trimestre de 2018, não se rejeita a hipótese nula de normalidade para todas as variáveis. No segundo trimestre, rejeita-se a hipótese nula de normalidade apenas para as variáveis EV/EBITDA e ROA. No terceiro trimestre, rejeita-se a hipótese nula de normalidade apenas para as variáveis LPA, PU e EV/EBITDA. No quarto trimestre, rejeita-se a hipótese nula de normalidade apenas para as variáveis LPA e EV/EBITDA. E por fim, no primeiro trimestre de 2019, rejeita-se a hipótese nula de normalidade apenas para as variáveis PU e EV/EBITDA. Um resumo do teste de normalidade está apresentado na tabela 5.

Tabela 6
Testes de amostras independentes

Variáveis	Teste de Levene para igualdade de variâncias	Teste de Levene para de		Teste-t para igualdade de médias			Diferença média
		Z	Sig.	t	df	Sig. extremidades)	
IGC	Variâncias iguais assumidas	2,90	,11	-2,58	18,00	,02	-1,90

	Variâncias iguais não assumidas			-2,58	13,77	,02		-1,90
1T2018								
Variáveis sem significância estatística								
2T2018								
ROA	Variâncias iguais assumidas	1,37	0,26	-1,80	18,00	0,09		-2,80
	Variâncias iguais não assumidas			-1,80	14,12	0,09		-2,80
3T2018								
Variáveis sem significância estatística								
4T2018								
PU	Variâncias iguais assumidas	1,64	0,22	1,77	17,00	0,09		29,48
	Variâncias iguais não assumidas			1,69	9,57	0,12		29,48
1T2019								
PU	Variâncias iguais assumidas	1,24	0,28	1,83	17,00	0,08		29,21
	Variâncias iguais não assumidas			1,76	10,25	0,11		29,21

Nota. Fonte: Resultado da pesquisa. Para a realização do Teste de Média, foi utilizado o software SPSS®. Sig do Teste de Levene e Sig. (2 extremidades) do Teste-t podem ser assim interpretados: $P < 0,01$: evidência muito forte contra H_0 ; $0,01 < P < 0,05$: evidência moderada contra H_0 ; $0,05 < P < 0,10$: evidência sugestiva contra H_0 ; $0,10 < P$: pouca ou nenhuma evidência real contra H_0 .

Com o objetivo de responder a pergunta desta pesquisa – “Há diferença na relação entre as práticas de governança corporativa e a variação do preço das ações das 10 empresas que mais valorizaram e das 10 empresas que mais desvalorizaram no mercado em 2018?” – realizou-se o Teste-t para igualdade de médias, conforme é apresentado na tabela 6.

Para a discussão dos resultados é preciso, primeiramente, considerar o Teste de Levene para igualdade de variâncias. Se o p-valor $> 0,05$, variâncias iguais são assumidas, então, checa-se o p-valor do Teste-t para igualdade de médias na mesma linha. Caso, contrário, checa-se o p-valor da linha abaixo, que corresponde a variâncias iguais não assumidas. Assim, rejeita-se a hipótese nula de que as 10 empresas que mais valorizaram e as 10 empresas que mais desvalorizaram possuem, em média, valores iguais para IGC.

Dessa maneira, conclui-se que há diferença significativa entre as médias dos valores de IGC entre o primeiro e o segundo grupo. Uma vez que o Teste-t retornou um valor negativo (-2,58), pode-se afirmar que há evidência de a média do IGC é negativamente relacionada ao grupo das 10 empresas que mais valorizaram, categorizado como grupo 0, ou seja, o grupo referência. Assim, comparando o grupo das 10 empresas que mais valorizaram com o grupo das 10 empresas que mais desvalorizaram, uma média maior de IGC está relacionada às empresas que mais desvalorizaram no mercado no ano-base 2018. Ou seja, o IGC interfere de maneira negativa na variação do preço das ações.

Resultado semelhante foi encontrado por Drobetz *et. al.* (2004), Vieira *et. al.* (2011), Borges *et. al.* (2016), que observaram uma relação negativa entre melhores mecanismos de governança corporativa, inclusive a migração para os novos mercados, e o aumento do valor da empresa e do retorno em excesso.

Contudo, o resultado contraria a literatura das teorias da agência e da assimetria de informação (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1977) visto que, uma vez que as empresas adotam mecanismos de governança, que podem ser mensurados pelo IGC, elas seriam mais bem avaliadas pelo mercado e, conseqüentemente, suas ações seriam mais valorizadas. Mas, ao contrário do esperado, as 10 empresas que mais desvalorizaram apresentaram ter maior IGC, influenciando, de fato – e comprovado pelo Teste-t de igualdade de médias –, na desvalorização das ações. Para complementar o estudo, visto que há mais variáveis que interferem na variação do preço das ações das empresas, mesmo procedimento foi realizado para testar a diferença de médias entre os valores das variáveis propostas nesta pesquisa. Observou-se que, no primeiro e terceiro trimestres de 2018, nenhuma das variáveis mostrou ter média com valores diferentes. Assim, não há evidência de que tais variáveis tenham valores diferentes entre os grupos pesquisados, o que poderia justificar um impacto na variação do preço das ações neste trimestre.

Ao contrário, no segundo trimestre de 2018, há evidências de que as 10 empresas que mais valorizaram e as 10 empresas que mais desvalorizaram possuem em média, valores diferentes para o ROA. Ou seja, um maior retorno sobre o ativo está relacionado negativamente com o grupo de empresas que mais valorizaram. Este resultado é condizente com a figura 5 que mostra a evolução do ROA ao longo dos trimestres deste estudo. Neste trimestre, houve uma queda vertiginosa do ROA das 10 empresas que mais valorizaram no ano-base 2018, enquanto o das 10 empresas que mais desvalorizaram apresentou uma queda bem menor.

No quarto trimestre de 2018 e no primeiro de 2019, também há evidências de que os dois grupos possuem em média, valores diferentes para PU, apesar da pouca significância do Teste-t (p-valor = 0,09 e 0,08, respectivamente). Porém, observa-se que na figura 2 que, justamente no quarto trimestre, houve uma grande diferença da média do PU entre ambos os grupos, cujo valor já era diferente, mas se acentua neste trimestre em questão. Essa diferença se estendeu para o primeiro trimestre de 2019. Uma vez que o Teste-t retornou um valor positivo para ambos os trimestres (1,77 e 1,83, respectivamente), conclui-se que um maior valor do preço unitário da ação está relacionado positivamente com o grupo das 10 empresas que mais valorizaram.

5. CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi a de verificar se há diferença entre a média do IGC e das variáveis LPA, PU, P/PV, EV/EBIDA e ROA, comparando as 10 empresas que mais valorizaram e as 10 empresas que mais desvalorizaram no ano-base 2018, comprovando, assim, uma relação entre o índice de governança corporativa e a variação do preço das ações das empresas dos dois grupos estudados. Constatou-se que há evidências de que há diferença entre a média do IGC e do ROA no segundo trimestre de 2018, e do PU no quarto trimestre de 2018 e no primeiro trimestre de 2019.

Ainda que contrarie os preceitos das teorias da agência e da assimetria de informação, conforme já mencionado, outros estudos também chegaram à conclusão de que a adoção de mecanismos de governança corporativa está negativamente relacionada à valorização da empresa. O resultado mostrou que o grupo das 10 empresas que mais valorizaram em 2018 teve um menor IGC e menor ROA (2ºT2018), mas um PU maior (4ºT2018 e 1ºT2019), quando comparado com o grupo das 10 empresas que mais desvalorizaram.

O resultado também mostrou que os grupos pesquisados tiveram em média valores iguais para LPA, P/PV e EV/EBITDA nos trimestres pesquisados, o que mostra que não há diferença entre tais variáveis que pudesse justificar a variação do preço das ações. Dessa maneira, ainda que o lucro por ação das empresas que mais valorizaram tenha tido uma maior variação, como mostra a figura 1, não é possível afirmar que há evidência de que essa variável possa ajudar a explicar a variação do preço das ações dos grupos pesquisados.

A explicação acima vale também para o índice preço da ação sobre o valor patrimonial, o qual se observou ter sido maior nas empresas que mais desvalorizaram do que nas empresas que mais valorizaram, na maior parte dos trimestres analisados. Isso mostra que, nos três primeiros trimestres, o mercado estava sobrevalorizando as ações das empresas que mais desvalorizaram mais do que as ações daquelas que mais valorizaram no ano-base 2018. Porém, essa situação se reverteu a partir do quarto trimestre. Tal comportamento pode sugerir que, a princípio, o mercado acreditou demais em empresas que não conseguiram entregar um bom resultado e, pelo contrário, apresentou os piores resultados entre as empresas listadas na [B]³ em 2018.

Com relação ao valor da empresa pelo EBITDA, apesar de o grupo das empresas que mais desvalorizaram ter apontado uma queda vertiginosa desse índice entre o primeiro e o segundo trimestre, ele subiu a patamares mais altos do que aquele registrado pelo grupo de empresas que mais valorizaram, o qual apresentou pequenos aumentos e quedas até o último trimestres de 2018. Contudo, no 1º trimestre de 2019, houve um grande aumento da média desse índice nas empresas do primeiro grupo e um grande declínio das empresas do segundo grupo. Esse resultado mostra que o mercado elevou o valor das empresas que mais valorizaram e rebaixou o das que mais desvalorizaram. Contudo, a média desses valores não retornou diferença significativa que justificasse a variação do preço das ações.

Como limitações da pesquisa, é importante frisar que há mais variáveis que influenciam a valorização e a desvalorização das ações de uma empresa e que estar entre aquelas que mais valorizaram ou desvalorizaram é pontual. Ou seja, embora os índices financeiros gerem uma determinada interpretação sobre as empresas e possam indicar possíveis oportunidades, há outras variáveis que influenciam na variação do preço das ações. A governança corporativa como uma dessas variáveis carece ser melhor explicada, uma vez que, como demonstrou esta pesquisa e diversos outros estudos,

seus mecanismos muitas vezes estão relacionados de maneira negativa com a geração de valor das empresas e valorização de suas ações.

Por fim, sugere-se para novos estudos, a ampliação do período analisado e a introdução da análise técnica como uma das variáveis explicativas da variação do preço das ações. A inclusão dessas variáveis poderá possibilitar melhor compreender a relação entre governanças corporativa e preço das ações.

REFERÊNCIAS

- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224. Doi: 10.1016/j.jacceco.2013.01.004
- Borges, W. G., da Silva, E. C., Rech, I. J., & Carvalho, L. F. (2016). Efeito da divulgação de informações contábeis sobre o desempenho das ações de empresas que migraram para o nível de governança corporativa novo mercado. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo-ReAT*, 8(4), 870-889.
- Colombo, J. A., & Galli, O. C. (2010). Governança corporativa no Brasil Níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(4), 26-37.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de Pesquisa em Administração-12ª Edição*. McGraw Hill Brasil.
- Da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Da Silva Cunha, R., Dos Santos, J. G. C., & Dos Santos, G. P. (2017). Governança corporativa, valor e desempenho econômico: estudo nas maiores empresas de capital aberto da BM&Bovespa. *Revista Conhecimento Contábil-UERN/UFERSA-ISSN: 2447-2921*, 5(2).
- De Carvalho, G. (2003). Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. *Working paper* USP.
- De Carvalho, G. & Pennacchi, G. (2007). Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firms' migration to premium markets in Brazil. *Working paper* USP.
- De Jesus Lameira, V., & Ness Jr, W. L. (2011). Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. *Revista de Negócios*, 16(3), 33-52.
- De Vilhena, F. A. C., & Camargos, M. A. (2015). Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGGE-Revista de Gestão*, 22(1), 77-96.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267-293.
- Fernandes, N. A. C., de Oliveira Dias, W., & da Cunha, J. V. A. (2010). Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM & FBOVESPA. *Revista organizações em contexto*, 6(11), 22-44.
- Field, A. (2009). Descobrimo a estatística usando o SPSS-2. *Bookman Editora*.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa* (2018). SP: IBGC, 2019. 69p.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Leuz, C. & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38:91-124.
- Da Silva Macedo, M. A., & Corrar, L. J. (2012). Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 4(1).
- Maranho, F. S., da Fonseca, M. W., & Frega, J. R. (2016). Governança corporativa e desempenho das empresas diante da crise econômica global de 2008: uma análise de dados em painel. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 9(2), 293-311.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- OECD (1998a) *Global Corporate Governance Principles*. Paris: OECD.
- OECD (1998b) *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*. Paris: OECD.
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2--Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1).
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.

Vieira, K. M., Velasquez, M. D. P., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 49-67.