

# DESEMPENHO COMPARATIVO DAS AÇÕES DE EMPRESAS COM GOVERNANÇA CORPORATIVA ENTRE OS SETORES BANCÁRIO E INDUSTRIAL

COMPARATIVE PERFORMANCE OF COMPANIES STOCK WITH CORPORATE  
GOVERNANCE BETWEEN BANKING AND INDUSTRIAL SECTORS

DOI: <http://dx.doi.org/10.21714/raunp.v8i2.1142>

## Fábio Bomfim Silva

Administrador. RSM ACAL Consultoria e Auditoria S/S. E-mail: [fabio.silva@rsmbrasil.com.br](mailto:fabio.silva@rsmbrasil.com.br)

## David Ferreira Lopes Santos

Doutor em Administração. Professor na UNESP - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho.  
E-mail: [david.lopes@fcav.unesp.br](mailto:david.lopes@fcav.unesp.br)

## Santiago Valcacer Rodrigues

Especialista em Finanças. Mestrando em Administração. UNIFOR - Universidade de Fortaleza.  
E-mail: [santiago.valcacer@gmail.com](mailto:santiago.valcacer@gmail.com)

Envio em: Abril de 2015

Aceite em: Abril de 2016

## RESUMO

Este estudo analisa o desempenho a partir da relação risco versus retorno, das empresas que congregam os setores industriais e bancário da BM&FBOVESPA, tendo como base as ações ordinárias. O objetivo é verificar se a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa permite o melhor desempenho frente às empresas que não adotam. A diferenciação desta pesquisa em relação ao *mainstream* consolidado é a avaliação estratificada das empresas em função do setor que elas atuam. A proposta metodológica tem caráter descritivo e abordagem quantitativa utilizada no processo de tratamento e análise dos resultados. Empregou-se as medidas de desempenho largamente utilizadas no mercado (Retorno, Risco, *Traking Risk*, Índice de Sharpe, Índice de Treynor e *Information Ratio*). O período que compreendeu a análise foi de 2009 a 2014, a partir das cotações diárias das ações de 72 empresas, sendo 14 do setor bancário e 58 do setor industrial. Os resultados apontam que ambos os setores o risco individual das empresas é menor para aquelas que estão nos níveis mais elevados de governança corporativa.

**Palavras-Chaves:** Governança Corporativa. Setor Bancário. Setor Industrial. Desempenho.

## ABSTRACT

*This study analyzes the performance from the risk versus return, companies that bring together the industrial and banking sectors of the BM&FBOVESPA, based on the controls shares. The aim is to verify if the adoption of differentiated corporate governance practices allows the best performance against the companies that do not adopt. The differentiation of research in relation to the consolidated mainstream is the evaluation of stratified industry function in companies that they act. The methodology is descriptive and quantitative approach used in the treatment process and analyze the results. The performance measures was employed widely used in the market (Return, Risk, *Traking Risk*, Sharpe Index, Treynor Index and *Information Ratio*). The period included analysis was from 2009 to 2014, from the daily prices of the shares of 72 companies, 14 of the banking sector and the industrial sector 58. The results show that both sectors the individual risk of the companies is lower for those who are at the highest levels of corporate governance.*

**Key Words:** Corporate Governance. Banking Sector. Industrial Sector Performance

## 1 INTRODUÇÃO

A Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa: nível 1, nível 2 e o Novo Mercado, com o objetivo de distinguir as empresas que optam por assumir padrões elevados de compromisso com os acionistas e demais grupos de interesse (CLEMENTE et al., 2014). A expectativa é que a empresa, ao aderir a qualquer um desses níveis diferenciados, obtenha uma melhor imagem e reputação junto aos investidores, grupos de interesse e a sociedade como um todo, alcançando desta forma uma posição de destaque no mercado de capitais (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Segundo Clemente et al. (2014) e Oliveira (2006), uma empresa ao aderir a um nível de GC busca gerar uma maior transparência nas informações prestadas aos seus acionistas, com vistas a aumentar a liquidez e valorização do preço das ações.

Pesquisas têm sido empreendidas no interesse de identificar o desempenho dos ativos mobiliários das empresas classificadas no N1, N2 e NM, apontam-se, como exemplos: Clemente et al. (2014), Peixoto, Amaral e Correia (2014), Silveira, Barros e Famá (2003), Silva e Leal (2005), Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), Vieira e Mendes (2006) e Oliveira e Santos (2011).

Nesta conjunta, a própria BM&FBOVESPA criou três índices que compreendem empresas com diferentes níveis de governança (Índice de Governança Corporativa; Índice de Governança Corporativa Trade; e Índice de Governança Corporativa com *Tag Along*) no interesse de aumentar a visibilidade e conhecimento desses ativos.

Os resultados das pesquisas não confirmam que a adesão às boas práticas de governança corporativa, garantem de fato, uma menor volatilidade dos ativos financeiros ou mesmo uma maior rentabilidade. Essa situação é retratada por Oliveira e Santos (2011) como um processo de “aprendizado” dos agentes que atuam no mercado com essa nova forma de gestão empresarial.

No entanto, restrições apontadas nos estudos asinam que é possível a presença de diferenças nas exigências de governança entre os setores (VIEIRA; MENDES, 2006; OLIVEIRA; SANTOS, 2011), possivelmente, em função da maior interdependência com diferentes *stakeholders* (KOUWENBERG; PHUNARUNGSI, 2013).

Assim, é possível que exista diferenças de ‘aprendizado’ entre os setores na forma como se relacionam

com os diferentes públicos de interesse e estas assimetrias podem influenciar as decisões dos investidores na composição das suas carteiras diante das alterações nas dinâmicas de mercado (FUENZALIDA et al., 2013; GUPTA; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2013). Por outro lado, setores com maior regulamentação e com maior exigência de transparência podem ‘padronizar’ a forma como as empresas se relacionam com os *stakeholders*, tornando obrigatória as maiores práticas de Governança Corporativa o que não seria suficiente ou significativo para explicar o desempenho das ações.

Diante disso, a questão que motivou essa pesquisa foi: existem diferenças de desempenho nas ações das empresas com governança corporativa entre os setores industrial e bancário no Brasil?

Nessa esteira, o objetivo é analisar o desempenho das ações de empresas com governança corporativa dos setores industriais agregado e do setor bancário, comparando as empresas nos diferentes segmentos de governança da BM&FBOVESPA.

As indústrias de manufatura e bancária são duas atividades econômicas de natureza distinta, com dinâmicas próprias de concorrência e com sistemas de regulação diferentes, além de serem dois dos principais setores agregados da BM&FBOVESPA, o que permite uma amostra mais representativa para o interesse desse estudo e, igualmente, diferencia o escopo dessa pesquisa daquelas apontadas no contexto deste estudo para a realidade brasileira.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A base teórica do artigo aborda os eixos centrais da governança corporativa e da avaliação de desempenho de ativos financeiros, em especial as métricas que envolvem: i) Retorno, ii) Risco e iii) Retorno ajustado ao Risco (AEBI; SABATO; SCHMID, 2012; DUTT; HUMPHERY-JENNER, 2013; GUPTA; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2013).

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA (GC)

Segundo Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014) e Robertson, Diyab e Al-Kahtani (2013), os trabalhos acadêmicos produzidos na área de GC têm se preocupado em entender e discutir as relações entre as organizações e a sociedade, dando maior atenção à responsabilidade social corporativa. As dificuldades conceituais e metodológicas em apontar as respon-

sabilidades e as ações da organização abriram espaço para novas reformulações teóricas. Como consequência, o foco preliminar da governança tem sido a análise dos objetivos das companhias, tendo em vista suas interfaces com as demandas e os direitos de outros constituintes organizacionais, definidos como *stakeholders* (KOUWENBERG; PHUNNARUNGSI, 2013).

### 2.1.1 GRUPOS DE INTERESSES ORGANIZACIONAIS

Nas atuais economias de mercado, as empresas são predominantemente constituídas por pessoas que participam ativamente da gestão da companhia, e de pessoas que apenas investem e buscam o máximo retorno total de seus investimentos (PEIXOTO; AMARAL; CORREIRA, 2014). Esse máximo retorno total de investimentos é o prêmio esperado pelos riscos envolvidos na geração de lucros pela companhia, algo que nem sempre é dado como certo e previsível. Se em alguma hipótese esse prêmio é negado à pessoa que assumiu tais riscos, não somente esta, mas outras pessoas dificilmente estarão dispostas a canalizar seus recursos para a finalidade apresentada pela organização o que comprometeria a continuidade da entidade (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Ao estudar os *stakeholders*, é importante considerar a organização como pertencente a um sistema aberto, com múltiplas relações de influência, uma vez que as organizações não são autossuficientes, ficando as mesmas condicionadas às demandas do ambiente para fornecer recursos necessários e absorver outros. Essas influências vão atuar direta ou indiretamente na escolha da estratégia a ser implementada pela organização (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Sendo assim, os *stakeholders* podem ser identificados como acionistas, credores, gerentes, empregados, consumidores, fornecedores, governo, comunidade local, organizações não governamentais e o público em geral.

As ações dos *stakeholders* provocam modificações no ambiente externo, restringindo a ação da organização. Esta por sua vez, deverá adaptar-se ao novo ambiente externo, buscando maximizar as situações favoráveis ou minimizar as situações desfavoráveis (BORENSTEIN, 1999).

### 2.1.2 QUESTÕES CENTRAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os modelos de governança corporativa existentes

gravitam em torno de dois conjuntos de questões-chave: os conflitos associados aos custos de agência e os direitos assimétricos dos acionistas (ANDRADE e ROSSETTI, 2009; KOUWENBERG e PHUNNARUNGSI, 2013).

Os conflitos e os custos de agência são derivações diretas de uma das características do atual mundo corporativo: a dispersão do capital de controle (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; ROBERTSON; DIYAB; AL-KAHTANI, 2013).

A dispersão e pulverização da estrutura de propriedade, por sua vez, implicam na necessidade de capital humano especializado em gerenciamento, ou seja, enquanto a propriedade continua com os proprietários, o controle passa aos gestores, surgindo à separação entre propriedade e gestão (CLEMENTE et al., 2014).

Em decorrência desta separação entre propriedade e controle, surge o relacionamento de agência, que é o relacionamento entre proprietários e gestores. Segundo Jensen e Meckling (1976), o relacionamento de agência celebra-se através de um contrato no qual uma ou mais pessoas nomeiam outras (agentes) para desempenhar decisões em seus nomes. O conflito de agência ocorre quando este agente (gestor), agindo em nome do principal (acionistas), toma decisões que divergem dos interesses destes proprietários. Isto ocorre porque em muitas situações o agente não estaria atuando em defesa dos direitos dos acionistas e trabalhando pela maximização de sua riqueza, ou seja, muitas vezes os agentes maximizam sua utilidade pessoal, deixando de lado os interesses dos proprietários.

Para Jensen e Smith Jr. (1984) os custos de agência são decorrentes da soma de alguns fatores: custos de estruturação de contratos; gastos de monitoramento do comportamento dos agentes (realizado pelos principais); gastos realizados pelo agente para mostrar ao principal que ele está defendendo seus interesses; e perdas residuais, que surgem da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal. Isto é, os custos de agência surgem tanto das perdas causadas pelas decisões que não maximizam a riqueza dos proprietários, como também da tentativa de alinhar os interesses de acionistas e gestores.

A concentração de capital em poucos grandes acionistas gera a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, surgindo assim um novo conflito de agência. Neste sentido, pode-se relacionar a governança corporativa como um conjunto de mecanismos e de procedimentos, que têm como

objetivos principais garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários (IBGC, 2013).

Assim, a governança corporativa pode ser considerada como uma série de medidas a serem tomadas que dizem respeito, principalmente à transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre acionistas.

### 2.1.3 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A partir do aprimoramento das práticas de governanças foram criados níveis de governança corporativa a fim de classificar as empresas de acordo com as especificações de cada nível, que são: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

Criado em dezembro de 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, trazem como prioridades os compromissos de governança corporativa que as empresas registradas devem assumir, em adição aos já existentes na legislação atual. Tais compromissos referem-se à prestação de informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos gestores da companhia; deve também adotar regras societárias que garantam direitos a todos os acionistas, independente de sua condição, seja ela de controlador ou investidor (BM&FBOVESPA, 2014).

A adoção de tais práticas faz com que se diminuam os riscos e as incertezas na hora de se decidir sobre qual empresa investir, isso porquê, uma vez que a empresa divulga informações de maior qualidade e confiabilidade ocorre um aumento da confiança por parte dos investidores dispostos a adquirir ações da companhia. Existindo maior transparência e controle para com os acionistas dispostos a investir haverá maior procura pelas ações da companhia, o que consequentemente resultará em um aumento do valor das ações (FUENZALIDA et al., 2013; GUPTA; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2013).

## 2.2 DESEMPENHO DE ATIVOS FINANCEIROS

O preço de um ativo no mercado de capitais expressa as expectativas de todos os *stakeholders* daquela instituição subjacente a partir das informações disponíveis no mercado (RELLY; NORTON, 2008).

As variações no preço dos ativos constituem-se um elemento central na avaliação do desempenho, pois demonstram o retorno e o risco do investimento que, em última instância, são as características centrais que determinam os investimentos (DAMODARAN, 2007).

### 2.2.1 RETORNO

O retorno médio é alcançado a partir da média aritmética simples do retorno diário de cada ação, definida conforme Fórmulas (01) e (02).

$$(1) r_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t}}$$

$$(2) \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n xi = \frac{1}{n} (r_1 + r_2 + \dots + r_n)$$

O retorno absoluto que representa a diferença entre o valor futuro (FV) e o valor presente (PV) da ação é definido conforme Fórmula (03).

$$(03) FV - PV = R$$

Carvalho (2002) encontrou evidências empíricas positivas da diminuição a exposição a fatores macroeconômicos para as empresas que migraram para os níveis de governança da BM&FBOVESPA, com impacto sobre a valorização das ações, aumento do volume de negociação, aumento da liquidez e redução da sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) realizaram comparações entre ações de empresas antes e após aderirem ao índice de governança Nível 1 e, chegaram a conclusão de que as empresas não apresentaram mudanças positivas significativas, não ocorrendo um aumento relevante na quantidade de ações negociadas. De modo semelhante, Fuenzalida et al. (2013) não encontraram evidências consistentes que apontem para uma relação positiva e significativa para boas práticas de GC e desempenho para empresas Peruanas.

Vieira e Mendes (2006) buscaram verificar se as empresas que aderiam aos índices de governança apresentam um retorno superior as que não aderiram. O resultado encontrado pelos autores demonstra que a superioridade em relação a outros índices é pratica-

mente insignificante.

Por outro lado, Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) encontraram alta correlação entre os índices, porém, com o IGC assumindo um desempenho superior aos demais.

Outra medida de retorno relevante para mensurar o desempenho da empresa com base na relação dos proventos por ações finais, com o preço inicial das ações é o *Dividend Yield*. De acordo com Novis Neto e Saito (2003), é preferível a utilização do *dividend yield*, tendo em vista que o preço da ação é dado pelo mercado, diferentemente do lucro líquido, o qual pode sofrer influência devido a diferentes técnicas contábeis. O *dividend yield* pode ser obtido por meio da Fórmula 04.

$$(04) DY = \frac{D}{P_{t-1}}$$

Onde DY é o *dividend yield*, D é o montante de dividendos pagos por ação e  $P_{(t-1)}$  é o preço da ação no dia anterior a data do anúncio (NOVIS NETO; SAITO, 2003).

Os resultados encontrados por Caixe e Krauter (2014) neste índice indicam que empresas dos segmentos N1, N2 e NM são mais valorizadas pelo mercado do que as empresas listadas no segmento tradicional, ou seja, o nível de GC impacta positivamente sobre o valor de mercado da organização.

### 2.2.2. Risco

O risco de um ativo está relacionado primeiro a variância ou o desvio em relação a uma média dos possíveis resultados, conforme a Fórmula 05 (DAMODARAN, 2007).

$$(5) S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}}$$

Sharpe (1964) por meio do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) atribuiu que o risco para um investidor seria o risco que este ativo acrescenta à carteira de mercado, este risco é definido pelo beta, que capta a influência do risco sistemático no comportamento do ativo.

$$(6) \beta = \frac{Cov(r_m, r_i)}{\sigma(r_m)}$$

O *Tracking Risk* é outra técnica utilizada no mercado e tem como objetivo medir o quanto o retorno da ação se afasta do índice de referência (IBOVESPA), definido conforme Fórmula (07).

$$(07) TR = \sigma[\check{R}p - \check{R}b]$$

O CAPM busca identificar a taxa de retorno teórica apropriada de um ativo em relação à carteira de mercado (LINTNER, 1965; MOSSIN, 1966; SHARPE, 1964), definido conforme a Fórmula (08), onde  $R_f$  é o retorno do ativo livre de risco (CDI).

$$(08) R_i = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

Índice de Treynor será usado para medir o retorno relativo por unidade de risco assumido pelo Beta, conforme Fórmula (09).

$$(09) IT = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

O Índice de Treynor (IT) é um indicador da relação risco/retorno, que contempla dois componentes de risco: 1) o risco produzido pela variação geral do mercado e 2) o risco específico da variação dos ativos da carteira (LIMA, 2006). Em outras palavras, o IT mede o excesso de retorno conseguido por unidade de risco de mercado assumido (TREYNOR, 1965).

O Índice de Sharpe (IS) mensura o retorno em relação ao risco, de forma complementar ao Índice de Treynor, pois utiliza o desvio padrão do ativo como medida de volatilidade.

$$(10) IS = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$$

Para Varga (2001), o IS é uma razão entre risco e retorno e, portanto, assume-se que quanto maiores forem os seus resultados, melhor posicionado está aquele ativo.

Apesar de o IS ser amplamente aceito como medida da relação risco/retorno, o mesmo não contém nenhum tipo de informação sobre a correlação dos ativos (VARGA, 2001). Por isso deve ser utilizado de forma complementar ao Índice de Treynor.

O índice *Information Ratio* busca mensurar o ganho em relação ao benchmark através do risco de deslocamento, definido conforme a Fórmula (11).

$$(11) IR = \frac{rP_{rb}}{\sigma(rp - rb)}$$

Lameira et al. (2010) analisaram a qualidade da governança para companhias abertas brasileiras e encontraram evidências de que há relação estatisticamente significativas entre maiores níveis de GC, menores riscos, maior valor de mercado e melhor desempenho.

### 3 METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos assumidos nessa pesquisa possuem natureza descritiva e abordagem quantitativa.

Os ativos financeiros utilizados nessa pesquisa foram às ações Ordinárias (ONs) das empresas listadas nos setores industriais e bancário. Não foi possível realizar maior estratificação nas indústrias em função da quantidade de empresas listadas no mercado de capitais em cada nível de manufatura.

Assim, para a realização desta pesquisa foram coletadas informações sobre os valores diários de fechamento das ações ordinárias dos 14 principais bancos presentes na BM&FBOVESPA e das 58 empresas classificadas no setor industrial, além do valor diário de fechamento do índice IBOVESPA que representa a carteira de mercado.

O interesse nestes dois segmentos deve-se a conveniência dos dados na ocasião da pesquisa que apresentavam empresas classificadas em todos os níveis do mesmo setor. Além disso, considerou-se a oportunidade de trabalhar com setores de natureza distinta (serviço financeiro e indústria) e com sistema de regulação distinto.

Os dados financeiros dos ativos foram coletados junto ao Sistema Econômica®, em seguida foram exportados para planilhas eletrônicas do Microsoft Excel® onde os resultados foram alcançados por meio do cálculo dos indicadores de desempenho discutidos na fundamentação teórica.

As características dos dados financeiros coletados são as seguintes:

a) Valores diários de fechamento dos preços das

ações de 31 de Dezembro de 2009 a 31 de dezembro de 2014.

- b) Taxa média diária dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI) que foi utilizada como taxa livre de risco.
- c) Valores diários de fechamento do IBOVESPA de 31 de Dezembro de 2009 a 31 de Dezembro de 2014.

Os procedimentos metodológicos assumidos pela pesquisa foram:

1. Cálculo da variação diária das ações usando o logaritmo natural da relação preço final sobre o inicial das ações ordinárias de cada banco.

$$(12) \Delta\% = LN \frac{\text{Valor da Ação Fechamento Final}}{\text{Valor da Ação Fechamento Inicial}}$$

2. Cálculo da variação diária do IBOVESPA e do CDI com logaritmo natural.

$$(13) \Delta\% = LN \frac{\text{Valor do Fechamento Final}}{\text{Valor do Fechamento Inicial}}$$

O uso da variação em logaritmo deve-se a possibilidade de entregar maior normalidade aos dados que constituem as séries temporais, sendo esta uma premissa importante para o uso dos modelos de desempenho (VARGA, 2001).

Ressalta-se que os resultados alcançados, bem como as análises propostas são restritas as empresas estudadas, de modo, que a definição dos setores pela conveniência dos dados, igualmente, as empresas impedem qualquer extrapolação que não considere o contexto aqui exposto.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

### 4.1 SETOR INDUSTRIAL

Foram identificadas para o período em análise 58 indústrias com ativos negociados na BM&FBOVESPA sendo 16 no segmento tradicional, 10 no Nível 1, 3 no Nível 2 e 29 no Novo Mercado, conforme pode ser encontrado na Tabela 1 com os resultados consolidados.

**TABELA 1: RETORNO DAS INDÚSTRIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NO SEGMENTO TRADICIONAL</b>			
INDÚSTRIAS	Div Yld	Retorno do Período	Qts Negociadas
Ambev S/A	15,39%	20,25%	7.082.869
Guararapes	10,65%	-1,12%	76.333
Haga S/A	0%	-20,32%	71.302
IGB S/A	0%	-7,11%	159.596
J B Duarte	0%	-59,76%	22.051
Kepler Weber	4,02%	18,18%	463.242
Metal Iguacu	1,19%	-30,64%	146.130
Minupar	0%	-38,14%	88.548
Pet Manguinh	0%	13,61%	855.079
Plascar Part	7,21%	-40,67%	207.012
Recrusul	0%	-53,50%	64.537
Sid Nacional	101,26%	-27,68%	11.072.982
Souza Cruz	29,58%	9,75%	4.531.169
Tectoy	0%	-35,58%	52.894
Teka	0%	-9,79%	95.128
Unipar	6,60%	-20,71%	249.516
<b>MÉDIA SEGMENTO</b>	<b>10,99%</b>	<b>-17,70%</b>	<b>-</b>
<b>VARIAÇÃO DO SEMENTO</b>	<b>25,37%</b>	<b>25,18%</b>	

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>			
INDÚSTRIAS	Div Yld	Retorno do Período	Qts Negociadas
Alpargatas (N1)	17,22%	7,13%	837.769
Bematech (NM)	18,96%	0,21%	236.042
Braskem (N1)	13,54%	0,68%	5.935.249
BRF AS (NM)	4,78%	17,98%	7.416.062
Cia Hering (NM)	26,41%	12,75%	4.875.743
Cosan (NM)	12,25%	0,89%	4.750.139
Duralex (NM)	17,35%	-9,63%	4.987.281
Embraer (NM)	6,66%	16,44%	5.484.389
Eternit (NM)	73,92%	-2,33%	259.995
Eucatex (N1)	35,83%	-11,28%	125.465
Fer Heringer (NM)	0%	-18,54%	161.318
Ferbasa (N1)	17,42%	-8,74%	189.875
Fibria (NM)	2,15%	-8,40%	5.885.228
Forja Taurus (N2)	96,44%	-35,00%	168.036
Gerdau (N1)	21,84%	-21,64%	610.737
Gerdau Met (N1)	28,99%	-25,16%	42.614
Grendene (NM)	27,14%	9,46%	967.667
Hypermarcas (NM)	1,97%	-8,69%	9.417.095
Inds Romi (NM)	37,01%	-27,73%	94.768
Inepar (N1)	60,57%	-52,08%	39.626
lochp-Maxion (NM)	28,48%	-4,33%	1.364.634

INDÚSTRIAS	Div Yld	Retorno do Período	Qts Negociadas
JBS (NM)	1,61%	-1,44%	8.998.864
Klabin S/A (N2)	11,73%	20,95%	5.043.798
Le Lis Blanc (NM)	7,90%	23,57%	598.403
Lupatech (NM)	0%	-65,74%	496.383
M.Diasbranco (NM)	6,86%	12,48%	596.616
Marcopolo (N2)	25,29%	16,52%	42.494
Marfrig (NM)	3,30%	-24,84%	5.650.784
Metalfrio (NM)	124,77%	-36,56%	38.103
Minerva (NM)	4,61%	5,99%	1.755.180
Parapanema (NM)	10,96%	-22,67%	996.545
Portobello (NM)	7,40%	21,92%	74.547
Positivo Inf (NM)	57,40%	-39,90%	793.488
Providencia (NM)	26,82%	1,10%	59.882
Randon Part (N1)	27,44%	-13,50%	2.544.622
Sao Martinho (NM)	4,86%	11,15%	490.340
Springs (NM)	16,63%	-37,86%	45.324
Suzano Papel (N1)	11,54%	-10,74%	7.862.448
Usiminas (N1)	7,03%	-17,63%	2.095.565
V-Agro (NM)	0%	-39,21%	2.892.026
Valid (NM)	15,43%	18,02%	962.919
Weg (NM)	9,19%	13,38%	1.781.503
<b>MÉDIA GC</b>	<b>22,14%</b>	<b>-7,93%</b>	<b>-</b>
<b>VARIAÇÃO DO SEGMENTO</b>	<b>26,12%</b>	<b>21,76%</b>	

Fonte: elaborada pelos autores

As empresas que apresentaram os melhores retornos foram: Le Lis Blanc, Portobello e Klabin; empresas com níveis diferenciados de governança. Apesar de o retorno médio ter sido negativo para o segmento tradicional e com GC, o desempenho das empresas com níveis de governança foi melhor (CARVALHO, 2002).

Nota-se que as empresas com níveis diferenciados de governança distribuem mais dividendos que as empresas no segmento tradicional em média, o que sugere um desempenho superior destas e o maior comprometimento na distribuição da renda gerada pela organização que apresenta melhores níveis de governança (CAIXE; KRAUTER, 2014).

O resultado do desvio padrão dentro do segmento também denota a menor dispersão de resultados nas

empresas com melhores práticas de governança corporativa frente o resultado médio. O coeficiente de variação (relação do desvio padrão com a média) do Dividend Yield, por exemplo, revela que as empresas posicionadas nos maiores níveis de GC apresentam o quociente de 1,17 contra 2,30, isto é, quase 95% superior a dispersão de Dividend Yield para os acionistas entre os segmentos.

Quanto às medias de risco, observa-se na Tabela 2 que, em média, as empresas com GC apresentaram o menor risco individual, isto é, foram as ações com menor volatilidade no período o que é um indicador consistente com a expectativa de melhores práticas de governança corporativa, tendo em vista, o trabalho de maior transparência e respeito aos stakeholders exigido neste nível de GC. (KOUWENBERG; PHUNNARUNGSI, 2013).



**TABELA 2: RISCO DAS INDÚSTRIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NO SEGMENTO TRADICIONAL</b>			
<b>INDÚSTRIAS</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Beta</b>	<b>Tracking Risk</b>
Ambev S/A	23,77%	0,35	24,91%
Guararapes	27,71%	0,32	29,48%
Haga S/A	56,00%	0,44	57,56%
IGB S/A	93,95%	0,60	100,40%
J B Duarte	219,03%	-0,04	226,74%
Kepler Weber	53,42%	0,40	56,95%
Metal Iguacu	90,20%	0,38	91,81%
Minupar	110,09%	0,40	111,93%
Pet Mangueira	79,49%	0,32	85,89%
Plascar Part	47,91%	0,61	49,26%
Recrusul	148,72%	0,79	150,84%
Sid Nacional	40,42%	1,30	30,21%
Souza Cruz	26,58%	0,44	27,07%
Tectoy	410,65%	0,90	452,19%
Teka	79,44%	0,35	83,66%
Unipar	38,69%	0,54	38,62%
<b>MÉDIA DO SEGMENTO</b>	<b>96,63%</b>	<b>0,51</b>	<b>101,10%</b>
<b>DESVIO PADRÃO DO SEGMENTO</b>	<b>98,1%</b>	<b>0,30</b>	<b>107,7%</b>

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>			
<b>INDÚSTRIAS</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Beta</b>	<b>Tracking Risk</b>
Alpargatas (N1)	27,22%	0,53	26,77%
Bematech (NM)	27,67%	0,45	31,19%
Braskem (N1)	35,47%	0,80	29,40%
BRF AS (NM)	26,28%	0,60	25,13%
Cia Hering (NM)	34,82%	0,65	31,36%
Cosan (NM)	29,97%	0,75	25,49%
Duratex (NM)	33,41%	0,92	27,25%
Embraer (NM)	30,98%	0,34	31,04%
Eternit (NM)	26,61%	0,41	28,27%
Eucatex (N1)	36,79%	0,57	36,77%
Fer Heringer (NM)	38,29%	0,62	38,67%
Ferbasa (N1)	36,01%	0,73	34,22%
Fibria (NM)	37,50%	0,76	32,73%
Forja Taurus (N2)	45,24%	0,48	46,19%
Gerdau (N1)	34,14%	0,86	26,40%
Gerdau Met (N1)	35,00%	0,91	28,79%
Grendene (NM)	28,88%	0,60	30,20%
Hypermarcas (NM)	36,40%	0,88	31,00%
Inds Romi (NM)	41,67%	0,24	44,19%
Inepar (N1)	65,59%	0,54	66,06%
lochp-Maxion (NM)	33,18%	0,73	30,70%

INDÚSTRIAS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA			
INDÚSTRIAS	Desvio Padrão	Beta	Tracking Risk
JBS (NM)	44,07%	0,99	36,89%
Klabin S/A (N2)	30,82%	0,56	27,88%
Le Lis Blanc (NM)	38,57%	0,65	38,32%
Lupatech (NM)	98,05%	1,52	102,31%
M.Diasbranco (NM)	25,71%	0,42	28,68%
Marcopolo (N2)	34,91%	0,62	35,50%
Marfrig (NM)	48,07%	0,85	41,43%
Metalfrio (NM)	41,85%	0,23	43,97%
Minerva (NM)	33,27%	0,47	33,59%
Paranapanema (NM)	45,10%	1,14	41,84%
Portobello (NM)	41,81%	0,34	43,67%
Positivo Inf (NM)	42,50%	0,72	40,98%
Providencia (NM)	30,28%	0,28	34,29%
Randon Part (N1)	31,62%	0,75	28,86%
Sao Martinho (NM)	31,35%	0,74	31,72%
Springs (NM)	43,14%	0,24	45,53%
Suzano Papel (N1)	36,33%	0,71	33,13%
Usiminas (N1)	50,58%	0,88	43,76%
V-Agro (NM)	46,71%	0,73	43,87%
Valid (NM)	26,12%	0,42	28,98%
Weg (NM)	25,80%	0,36	28,56%
<b>MÉDIA GC</b>	<b>37,80%</b>	<b>0,64</b>	<b>36,56%</b>
<b>DESVIO PADRÃO</b>	<b>12,48%</b>	<b>0,26</b>	<b>13,08%</b>

Fonte: elaborada pelos autores

Quando a volatilidade individual dos ativos é associada ao índice de mercado (Beta e *Tracking Risk*), pode-se verificar que, a posição em níveis diferenciados de governança não entrega menor risco na média, porém é possível observar que a dispersão nos resultados entre os dois segmentos é elevada, ao calcular o desvio padrão dessa variável, as empresas no segmento empresarial apresentaram desvio de 101% (igualmente a média) 13,08% das empresas com governança. Assim, é possível verificar que o coeficiente de variação entre o risco médio dos segmentos associados a dispersão dos resultados individuais,

confere ao segmento com governança melhor resultado agregado.

A elevada dispersão de resultados no segmento tradicional pode ser atribuída às empresas Tectoy e Petróleo Manguinhos, cujos resultados são influenciados pela baixa liquidez das suas ações frente as demais, conforme o volume de títulos movimentados. Essa situação pode ser evidenciada nos índices de desempenho do retorno ajustado ao risco, onde essas empresas apresentaram índices de Treynor (IT) e de Sharpe (IS) superiores aos demais, conforme a Tabela 3.

**TABELA 3: DESEMPENHO DAS INDÚSTRIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NO SEGMENTO TRADICIONAL</b>			
<b>INDÚSTRIAS</b>	<b>Treynor</b>	<b>Sharpe</b>	<b>Information Ratio</b>
Ambev S/A	37,55%	0,52%	0,85%
Guararapes	-24,06%	-0,27%	-0,04%
Haga S/A	-40,81%	-0,35%	-0,36%
IGB S/A	51,19%	0,30%	-0,08%
J B Duarte	593,60%	-0,16%	-0,27%
Kepler Weber	46,76%	0,40%	0,34%
Metal Iguacu	-73,91%	-0,46%	-0,34%
Minupar	-79,49%	-0,47%	-0,35%
Pet Manguinh	229,97%	0,84%	0,17%
Plascar Part	-68,63%	-0,83%	-0,85%
Recrusul	-50,10%	-0,44%	-0,36%
Sid Nacional	-23,78%	-0,64%	-0,68%
Souza Cruz	4,38%	0,07%	0,37%
Tectoy	785,64%	2,62%	-0,09%
Teka	23,66%	0,11%	-0,12%
Unipar	-47,20%	-0,70%	-0,54%
<b>MÉDIA DO SEGMENTO</b>	<b>85,30%</b>	<b>0,03%</b>	<b>-0,15%</b>
<b>DESVIO PADRÃO DO SEGMENTO</b>	<b>249,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,4%</b>

<b>INDÚSTRIAS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>			
<b>INDÚSTRIAS</b>	<b>Treynor</b>	<b>Sharpe</b>	<b>Information Ratio</b>
Alpargatas (N1)	0,61%	0,01%	0,26%
Bematech (NM)	-7,67%	-0,10%	0,01%
Braskem (N1)	-4,96%	-0,11%	0,02%
BRF AS (NM)	20,26%	0,42%	0,68%
Cia Hering (NM)	12,73%	0,22%	0,37%
Cosan (NM)	-5,83%	-0,14%	0,03%
Duratex (NM)	-16,93%	-0,45%	-0,29%
Embraer (NM)	32,51%	0,37%	0,53%
Eternit (NM)	-21,31%	-0,34%	-0,09%
Eucatex (N1)	-25,52%	-0,41%	-0,31%
Fer Heringer (NM)	-34,74%	-0,50%	-0,48%
Ferbasa (N1)	-18,60%	-0,35%	-0,24%
Fibria (NM)	-17,27%	-0,34%	-0,22%
Forja Taurus (N2)	-83,21%	-0,92%	-0,77%
Gerdau (N1)	-30,72%	-0,75%	-0,63%
Gerdau Met (N1)	-34,19%	-0,88%	-0,72%
Grendene (NM)	5,07%	0,10%	0,33%
Hypermarcas (NM)	-13,46%	-0,30%	-0,24%
Inds Romi (NM)	-132,87%	-0,70%	-0,67%
Inepar (N1)	-97,59%	-0,87%	-0,79%
lochp-Maxion (NM)	-12,35%	-0,25%	-0,13%

INDÚSTRIAS LISTADAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA			
INDÚSTRIAS	Treynor	Sharpe	Information Ratio
JBS (NM)	-5,24%	-0,12%	-0,03%
Klabin S/A (N2)	26,55%	0,49%	0,68%
Le Lis Blanc (NM)	32,24%	0,50%	0,61%
Lupatech (NM)	-38,99%	-0,61%	-0,67%
M.Diasbranco (NM)	14,37%	0,23%	0,49%
Marcopolo (N2)	15,90%	0,27%	0,47%
Marfrig (NM)	-30,59%	-0,51%	-0,52%
Metalfrio (NM)	-182,31%	-1,07%	-0,87%
Minerva (NM)	2,01%	0,03%	0,18%
Parapanema (NM)	-20,33%	-0,43%	-0,50%
Portobello (NM)	60,12%	0,50%	0,52%
Positivo Inf (NM)	-61,39%	-1,08%	-0,94%
Providencia (NM)	-15,13%	-0,14%	0,04%
Randon Part (N1)	-24,75%	-0,53%	-0,43%
Sao Martinho (NM)	8,73%	0,19%	0,36%
Springs (NM)	-174,19%	-0,94%	-0,88%
Suzano Papel (N1)	-21,48%	-0,38%	-0,30%
Usiminas (N1)	-16,62%	-0,27%	-0,35%
V-Agro (NM)	-58,31%	-0,93%	-0,84%
Valid (NM)	26,82%	0,43%	0,69%
Weg (NM)	18,90%	0,27%	0,52%
<b>MÉDIA GC</b>	<b>-22,14%</b>	<b>-0,25%</b>	<b>-0,12%</b>
<b>DESVIO PADRÃO GC</b>	<b>50,17%</b>	<b>0,47%</b>	<b>0,51%</b>

A Portobello (NM), Embraer (NM) e Le Lis Blanc (NM), apresentaram os melhores desempenhos para as empresas listadas nos níveis diferenciados de GC. Todas as empresas demonstraram índices superiores à média, todos justificados pela baixa volatilidade e baixo risco comparado com o mercado (beta e Tracking Risk).

Ademais, percebe-se, comparando os resultados das Tabelas 2 e 3, que as empresas que apresentaram menor volatilidade não conseguiram entregar maior retorno ajustado pelo risco. Nota-se, com isso, que

empresa mais voláteis pagam um prêmio maior pela incerteza de seus retornos.

## 4.2 O SETOR BANCÁRIO

O setor bancário brasileiro é considerado um dos mais eficientes e regulamentados do mundo. Compõe o setor bancário desta pesquisa os 14 bancos com ações negociadas na BM&FBOVESPA, sendo 3 no segmento tradicional, 6 no Nível 1, 4 no Nível 2 e 1 no Novo Mercado, conforme a Tabela 4.

**TABELA 4: RETORNO DAS EMPRESAS DO SETOR BANCÁRIO LISTADOS NA BM&FBOVESPA**

BANCOS LISTADOS NO SEGMENTO TRADICIONAL			
BANCOS	Div Yld	Retorno do Período	Qts Negociadas
Amazonia	57,12%	-18,36%	51.784
Banestes	39,45%	-11,57%	51.201
Santander BR	43,28%	-11,07%	30.728
<b>MÉDIA</b>	<b>46,62%</b>	<b>-13,67%</b>	<b>-</b>
<b>DESVIO PADRÃO DO SEGMENTO</b>	<b>9,30%</b>	<b>4,07%</b>	
<b>DESVIO PADRÃO DO SEGMENTO</b>	<b>249,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,4%</b>

BANCOS LISTADOS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA			
BANCOS	Div Yld	Retorno do Período	Qts Negociadas
Abc Brasil (N2)	25,35%	1,21%	717.135
Banco Pan (N1)	12,71%	-30,02%	469.082
Banrisul (N1)	31,02%	-0,77%	2.798.825
Bicbanco (N1)	42,30%	-15,14%	238.886
Bradesco (N1)	14,80%	6,24%	3.255.198
Brasil (NM)	46,01%	-2,56%	16.113.215
Daycoval (N2)	47,31%	-2,02%	126.896
Indusval (N2)	56,71%	-22,61%	17.168
ItauUnibanco (N1)	17,08%	2,84%	611.390
ItauUnibanco (N1)	15,94%	-1,05%	21.402.931
Parana (N1)	43,75%	1,09%	30.151
Pine (N2)	74,50%	-3,33%	107.550
<b>MÉDIA</b>	<b>35,62%</b>	<b>-5,51%</b>	<b>-</b>
<b>DESVIO PADRÃO GC</b>	<b>19,37%</b>	<b>11,08%</b>	

Fonte: elaborada pelos autores

Como pode ser visto na Tabela 4, os bancos Bradesco (N1), ItauUnibanco (N1), Abc Brasil (N2) e Parana (N1) foram os únicos bancos que apresentaram retornos positivos e superiores a média no período, o que sinaliza acréscimo de riqueza para os acionistas. Os bancos do segmento tradicional demonstraram retorno inferior a grande parte dos bancos com GC.

Além disso, percebe-se que as empresas com maiores *Dividend Yield* apresentaram retornos negativos, portanto, uma forma de compensar a perda de riqueza patrimonial dos acionistas. As empresas que mais distribuíram dividendos foram Pine (N2), Indusval (N2) e Amazônia, do segmento tradicional, todos superiores à média do período.

Vale salientar que, a média de *dividend yield* das empresas do segmento tradicional é superior à média das empresas com GC, no entanto, o mesmo não acontece com o retorno. Isso pode sugerir que as empresas do segmento tradicional tendem a remunerar

os acionistas em renda em função do menor retorno de capital dos seus títulos. Ressalta-se, ainda, que o volume de títulos negociados dessas empresas é inferior ao volume médio das empresas do segmento com práticas de GC.

Em todo modo, nota-se que no setor bancário há uma tendência que os bancos posicionados em níveis mais elevados de GC apresentem maiores retornos que aqueles no mercado tradicional e pagam dividendos semelhantes. Destaca-se, ainda, que a volatilidade não pode ser analisada entre os setores, em função da presença de apenas 3 bancos no segmento Tradicional.

Na Tabela 5 é possível notar que a volatilidade dos bancos analisados varia de 28,17% a 69,86%. O ItauUnibanco (N1) e o Bradesco (N1) apresentaram a menor dispersão, 28,17% e 29,01%, respectivamente. O Santander BR, por sua vez, apresenta maior dispersão, 69,86%.

TABELA 5: RISCO DAS EMPRESAS DO SETOR BANCÁRIO LISTADOS DA BM&FBOVESPA

BANCOS LISTADOS NO SEGMENTO TRADICIONAL			
BANCOS	Desvio Padrão	Beta	Tracking Risk
Amazônia	38,58%	0,40	40,28%
Banestes	41,18%	0,48	43,62%
<b>Santander BR</b>	<b>69,86%</b>	<b>0,76</b>	<b>68,39%</b>

BANCOS LISTADOS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA			
BANCOS	Desvio Padrão	Beta	Tracking Risk
Abc Brasil (N2)	33,22%	0,89	30,63%
Banco Pan (N1)	40,51%	0,62	40,14%
Banrisul (N1)	39,16%	1,00	35,08%
Bicbanco (N1)	33,83%	0,62	33,97%
Bradesco (N1)	29,01%	0,93	19,86%
Brasil (NM)	34,43%	1,25	24,85%
Daycoval (N2)	32,67%	0,40	35,20%
Indusval (N2)	37,37%	0,36	41,05%
ItauUnibanco (N1)	28,17%	0,98	20,13%
Parana (N1)	29,93%	0,51	32,07%
Pine (N2)	30,06%	0,46	31,44%
<b>MÉDIA GC</b>	<b>33,12%</b>	<b>0,76</b>	<b>30,19%</b>

Fonte: elaborada pelos autores

De modo geral, as empresas que exibiram os menores desvios padrões pertencem aos níveis diferenciados de governança, abaixo da média do desvio do próprio segmento de GC que foi de 33,12%. Esse resultado se assemelha ao encontrado por Vieira e Mendes (2006) que sinalizam para uma superioridade das empresas com boa governança corporativa. Para os autores, esta estabilidade está relacionada ao fato de a governança corporativa proporcionar aos credores e acionistas maior credibilidade nos resultados da empresa, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido. De mesma forma, ao estudar diferentes índices com o IGC, os resultados de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), evidenciaram alta correlação entre os índices, porém com o IGC assumindo um desempenho superior aos demais.

As empresas pertencentes ao segmento tradicional demonstraram a menor sensibilidade em relação ao Ibovespa em média. Em contrapartida as empresas que compõem os níveis diferenciados de GC exibiram os ativos com maiores sensibilidades se comparado à

carteira de mercado, como o BANCO do BRASIL, com um beta de 1,25.

O *Tracking Risk* revela que as empresas que compõem o segmento tradicional apresentaram, em geral, variações maiores se comparadas com as empresas listadas nos níveis diferenciados de GC. O Bradesco (N1) apresentou o menor retorno da ação comparado ao índice de referência (IBOVESPA), 19,86%, ao passo que a maior variação foi obtida pelo Santander BR, do segmento tradicional, com 68,39%.

Tal resultado vai de encontro às afirmações de que empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC apresentam uma menor variação em seus resultados, conforme Vieira e Mendes (2006), cujo trabalho sinaliza para uma superioridade das empresas com boa GC, apontando que o mercado estaria disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que está estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas.

A Tabela 6 apresenta o desempenho dos ativos do setor bancário.

TABELA 6: DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO SETOR BANCÁRIO LISTADOS DA BOVESPA

BANCOS LISTADOS NO SEGMENTO TRADICIONAL			
BANCOS	Treynor	Sharpe	Information Ratio
Amazonia	-59,38%	-0,83%	-0,48%
Banestes	-37,05%	-0,56%	-0,28%
Santander BR	-16,97%	-0,26%	-0,16%
<b>MÉDIA DO SEGMENTO</b>	<b>-37,80%</b>	<b>-0,55%</b>	<b>-0,31%</b>

BANCOS LISTADOS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA			
BANCOS	Treynor	Sharpe	Infor. Ratio
Abc Brasil (N2)	-3,75%	-0,09%	0,04%
Banco Pan (N1)	-52,80%	-0,76%	-0,74%
Banrisul (N1)	-3,09%	-0,08%	-0,02%
Bic Banco (N1)	-30,93%	-0,50%	-0,45%
Bradesco (N1)	0,31%	0,01%	0,22%
Brasil (NM)	-5,51%	-0,17%	-0,07%
Daycoval (N2)	-20,27%	-0,26%	-0,06%
Indusval (N2)	-81,66%	-0,92%	-0,61%
ItauUnibanco (N1)	-3,91%	-0,13%	0,10%
Parana (N1)	-12,85%	-0,22%	0,04%
Pine (N2)	-21,97%	-0,35%	-0,11%
<b>MÉDIA GC</b>	<b>-20,49%</b>	<b>-0,32%</b>	<b>-0,15%</b>

Fonte: elaborada pelos autores

Nota-se que, apenas, o Bradesco (N1) apresentou desempenho positivo, com um IT e IS de 0,31% e 0,01%, respectivamente. Isso demonstra que o ativo do Bradesco (N1) possui menor sensibilidade ao risco de mercado. Todas as outras empresas tiveram uma taxa de retorno inferior à taxa livre de risco. As empresas que obtiveram os piores desempenhos foram a Indusval (N2) e Banco Pan (N1), com níveis diferenciados de GC e o Banco Amazônia, do segmento tradicional.

Em média, as empresas com níveis diferenciados de GC apresentaram melhor desempenho que aquelas pertencentes ao segmento tradicional, tanto os mensurados pelo IT quanto para o IS. Além disso, os índices das empresas com GC revelam menor dispersão, resultados alinhados com os achados de Caixe e Krauter (2014) e Carvalho (2002).

O índice Information Ratio é o índice que mede o valor adicional de retorno em relação ao benchmark por unidade adicional de risco. Tecnicamente, quanto maior o Information Ratio melhor a performance do investimento. Os Bancos Bradesco (N1), ItauUnibanco (N1), Abc Brasil (N2) foram os únicos bancos que obtiveram valor adicional ao Benchmark, todos os outros bancos tiveram desempenho inferior ao Benchmark.

O Bradesco (N1), por sua vez, apresentou o maior ganho comparado com a média, demonstrando uma variação de 120% superior ao segundo banco com ganho em relação ao Benchmark, o ItauUnibanco (N1).

Dentro do segmento tradicional, a performance

dos bancos Santander BR, Banestes e Amazônia só são superiores as dos bancos Bic Banco (N1), Indusval (N2) e Banco Pan (N1). No entanto, nenhum deles conseguiu ganhos superiores ao Benchmark, pelo contrário, perderam valor.

De acordo com as Tabelas 4, 5 e 6, é possível perceber que as empresas pertencentes aos segmentos diferenciados de Governança Corporativa tendem a apresentar desempenho superior frente às empresas do segmento tradicional, ou seja, para o setor bancário, a performance dos ativos é influenciado pelo nível de governança em que as empresas estão posicionadas, o que pode estar associado, também, ao maior nível de regulação e controle deste segmento frente o industrial.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados deste estudo foram aderentes aos preceitos teóricos que as empresas com maiores níveis de governança corporativa no seu processo de gestão tendem a apresentar melhores desempenhos. Contudo, observou-se casos específicos de empresas no segmento tradicional com resultados equivalentes ou até superiores as empresas dos níveis mais elevados de governança, sendo este resultado influenciado pela volatilidade do retorno da ação.

Assim, o melhor desempenho médio das empresas com governança corporativa, deve-se a menor volatilidade dos ativos e o maior retorno patrimonial das

ações, fruto, provavelmente, da maior transparência e tratamento homogêneo junto aos investidores. Essa situação permitiu elevar o desempenho de diferentes empresas ou minimizar os reflexos de casos com retornos inferiores à média.

Em que pese as restrições metodológicas, observou-se que a análise setorial dos efeitos de GC é relevante neste campo de estudo, tendo em vista, que os resultados foram mais contundentes na amostra do setor bancário em relação ao setor Industrial e, é possível, que esta situação decorra da característica de maior regulação da indústria bancária e da maior sensibilidade dos investidores nas instituições financeiras.

Sendo assim, este estudo traz como implicação gerencial a necessidade de maior difusão das práticas de GC junto as empresas como forma de tornar o processo de gestão mais transparente e com maior engajamento dos stakeholders, pois esta decisão traz reflexos na percepção relativa ao risco individual da

empresa e pode sim, contribuir para o melhor desempenho da entidade.

No entanto, ressalta-se que a GC não representa ou, traz por si só, maior desempenho financeiro, pois não se trata de um modelo de negócio, mas de uma forma de se fazer gestão.

Torna-se, então, necessário diante destes resultados, enfatizar a necessidade de serem realizados outros estudos para se aprofundar neste tão importante tema. Há diversos caminhos que podem e devem ser trilhados tais como: a relação entre GC e valor, e não apenas a relação entre governança e desempenho; a relação entre o tamanho do Conselho Administrativo com o valor/desempenho das companhias; verificar a existência de mecanismos eficazes de GC a serem adotados por companhias inseridas em um ambiente com fraca proteção legal visando disponibilizar maior proteção aos investidores e reduzir o custo de captação recursos.

## REFERÊNCIAS

- AEBI, V.; SABATO, G.; SCHMID, M. Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis. **Journal of Banking & Finance**, 36, p.3213-3226, 2012.
- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na Bovespa: Evidências empíricas. **Revista de Administração – USP**, São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, out./dez. 2004.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2009.
- BERNARDINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; FERREIRA, R. do N. Governança Corporativa e Valor da Firma: Um Estudo de Empresas Brasileiras do Setor Elétrico. **Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**, Campo Largo – PR, v.13, n.2, p.185-202, maio/ago. 2014.
- BM&FBOVESPA, **Manual de Introdução Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf>> Acesso em: 06 de fev. 2014.
- BORENSTEIN, C. R. Regulação e Gestão Competitiva em Setores de Infra-Estrutura: a Procura de um Equilíbrio Dinâmico. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, v. 33, n.4, p. 47-61, jul./ago. 1999.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre Governança Corporativa e Valor de Mercado: Mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v.11, n.1, p.96-117, Jan./Mar. 2014.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p.13-29, 2002.
- CLEMENTE, A.; ANTONELLI, R. A.; SCHERER, L. M.; CHERBIM, A. P. M. S. O Mercado Brasileiro Precifica a Adesão e a Migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa? **Base – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v.11, n.2, p.140-152, abr./jun. 2014.



CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um Índice de Avaliação da Qualidade da Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v.22, n.55, p.45-63, jan./abr. 2011.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

DUTT, T. HUMPHERY-JENNER, M. Stock Return Volatility, Operating Performance and stock Returns: International evidence on drivers of the ‘low volatility’ anomaly. **Journal of Banking & Finance**, 37, p.999-1017, 2013.

FUENZALIDA, D.; MONGRUT, S.; ARTEAGA, J. R.; ERAUSQUIN, A. Good Corporate Governance: Does it pay in Peru? **Journal of Business Research**, 66, p.1759-1770, 2013.

GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Is Corporate Governance Relevant During the Financial Crisis? **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 23, p.85-110, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **A origem da boa governança**. Disponível em: <[www.ibgc.com.br](http://www.ibgc.com.br)>. Acesso em: 14 ago. 2013.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.] v. 3, n. 4, p.305-360, 1976.

\_\_\_\_\_; SMITH JR, C. W. The theory of corporate finance: a historical overview. **The modern Theory of Corporate Finance**. New York: McGraw-Hill Inc.,1984.

KEARNEY, F.; CUMMINS, M.; MURPHY, F. Outperformance in Exchange-traded Fund Pricing Deviations: Generalized Control of Data Snooping bias. **Journal of Financial Markets**, v. 19, p. 86-109, 2014.

KOUWENBERG, R.; PHUNNARUNGSU, V. Corporate Governance, Violations and Market Reactions. **Pacific-Basin Finance Journal**, 21, p.881-898, 2013.

LAMEIRA, V. de J.; NESS JÚNIOR, W. L.; SILVA, P. P. da.; MOTTA, L. F. J. da.; KLÖTZLE, M. C. Governança, Risco e Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v.9, n.1, p.17-76, Jan./Mar. 2010.

LIMA, A. C. de. Desempenho dos Fundos de Investimento do tipo Previdência Privada e sua Sustentabilidade à Variação da Taxa de Juros. **Revista de Administração Mackenzie**, v.7, n.2, p. 61-77, 2006.

LINTNER, J. Security Prices, Risk, and the Maximal gains from Diversification. **Journal of Finance**, v. 20, n. 4, p. 587–615, 1965.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 7, n. 9 p. 77-91, 1952.

MOSSIN, J. Equilibrium in a Capital Asset Market. **Econometrica**, v.34, n.4, p.768-783, Oct. 1966.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de Dividendos e Persistência de Retornos anormais das Ações: Evidências do Mercado Brasileiro. **Revista de Administração USP**, São Paulo, v.38, n.2, p.135-143, abr./jun. 2003.

OLIVEIRA, D. de P. R. de. **Estrutura Organizacional: Uma Abordagem para Resultados e Competitividade**. São Paulo: Atlas, 2006.

OLIVEIRA, L. S. S.; SANTOS, D. F. L. Desempenho e Volatilidade dos Índices de Governança Corporativa da BM&FBovespa. **Reunir: Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade**, Campina Grande-PB, v. 1, n. 2, p. 52-64, 2011.

PEIXOTO, F. M.; AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. Governança Corporativa, Risco e Custo de Capital: Uma Análise Durante Crises Ocorridas na Primeira Década do Século XXI. **Gestão & Regionalidade**, v.30, n.90, p.67-88, set./dez. 2014.

PINHEIRO, L. J. **Mercado de Capital**. 5 ed. São Paulo: Atlas 2010.

RELLY, F. K.; NORTON, E. A. **Investimentos**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

ROBERTSON, C. J.; DIYAB, A. A.; AL-KAHTANI, A. Cross-National Analysis of Perceptions of Corporate Governance Principles. **International Business Review**, 22, p.315-325, 2013.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Comparações Múltiplas das Carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da Performance do Índice de Governança Corporativa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 53-70, 2005.

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **Journal of Finance**, v. 19, n. 3, p. 425-42, 1964.

SILVA, A. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

TREYNOR, J. How to rate management of investment funds. **Harvard Business Review**, v. 43, n. 1, p. 63-75, 1965.

VARGA, G. Índice de Sharpe e Outros Indicadores de Performance Aplicados a Fundos de Ações Brasileiros. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 5, n. 3, p.14-22, 2001.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em Contexto**, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.