

**Governança Corporativa: os Níveis Diferenciados da B3 e sua relação com o Desempenho das Ações frente ao *Impeachment* em 2016**

**LEONARDO MELO ALBUQUERQUE**

*Universidade de São Paulo*

**TATIANA ALABANEZ**

*Universidade de São Paulo*

**Resumo**

A governança corporativa, cujo surgimento se liga ao objetivo de amenizar os conflitos de agência, aparece atualmente como possível propulsora de benefícios adicionais aos que implementam suas práticas. Nesse sentido, o objetivo deste presente estudo é investigar, durante o período de *impeachment* de 2016, o desempenho das ações negociadas em algum dos estratos diferenciados da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) em comparação com o aquele que não apresenta diferenciação alguma em relação às exigências de governança corporativa (Tradicional-Bovespa). Aplicado alguns filtros, a amostra utilizada é composta pelo retorno, risco e índice de liquidez das ações negociadas na Bovespa durante o período que se estende entre um mês e meio anterior ao início do processo de deposição da então presidente, até o seu encerramento, totalizando uma janela temporal de um ano. O método de análise consistiu no empirista, utilizando-se de estatística descritiva, por meio da qual também se realizaram análises setoriais para os diferentes estratos da B3, além de testes de média e análise de variância. Foram obtidas evidências de que empresas listadas em qualquer um dos segmentos diferenciados analisados não apresentaram, estatisticamente, melhor desempenho em métricas de risco e retorno quando comparadas ao segmento Tradicional. Por outro lado, em termos de liquidez, o mercado diferenciado apresentou uma performance notavelmente superior quando comparado ao último. Os resultados obtidos levaram a conclusões significativas sobre a governança corporativa, o mercado acionário e os setores econômicos frente a um processo de *impeachment*, comumente envolto não só por uma crise política, mas também econômica.

**Palavras chave:** Mercado Acionário; Setores Econômicos; Bolsa de Valores; Governança Corporativa; *Impeachment*.

## 1 Introdução

A governança corporativa passou a ocupar uma posição de destaque frente ao cenário nacional e internacional no âmbito do mercado de capitais. Evidência disso são os estudos acerca do tema que vêm se intensificando ao longo dos anos, como constata Ribeiro, Costa, Ferreira e Serra (2012) ao pesquisar a produção científica em periódicos internacionais sobre a temática, entre o período de 1990 a 2011, e averiguar um aumento expressivo de trabalhos sobre o assunto, sobretudo a partir de 2003.

Delineado primeiramente na tentativa de superar o clássico conflito de agência, que deriva em grande parte da assimetria de informações entre principal-agente prevista nas considerações de Jensen e Meckling (1976), o sistema de governança passou a ganhar mais ênfase na medida em que começou a dispor de um arcabouço de práticas, cujo intuito é otimizar o desempenho das companhias, preservando seus diversos *stakeholders*.

O surgimento dos seus primeiros códigos, marcos regulatórios e de suas práticas remontam os anos 1990, após escândalos contábeis envolvendo diversas empresas permearem a década anterior. O cerne de preocupação da governança corporativa começa a recair, desde então, em se tornar um sistema pelo qual as organizações possam ser dirigidas, monitoradas e incentivadas de modo que cinja todas as partes interessadas, sejam elas: sócios, diretoria, conselho de administração, órgãos de fiscalização/controlado e outras partes (IBGC, 2015).

Nesse contexto, sejam em países cuja estrutura de propriedade das empresas é bastante pulverizada, e aí temos o exemplo simbólico do mercado de capitais norte-americano, sejam em países onde essa pulverização é reduzida, como é o caso do Brasil, a governança corporativa aparece como ponto determinante para evitar não só o conflito de agência, mas mais além, para preservar e gerar valor para organização.

Um exemplo de evidência dessa geração de valor é o estudo de Silveira (2002) que corrobora a existência de uma relação entre o valor da empresa e sua estrutura de governança, relação essa que se torna mais sutil quando da comparação dessa última com o desempenho financeiro. Igualmente, outros estudos que comprovam esse indício são os de Carvalho (2003) e de Nardi e Nakao (2008). Enquanto o primeiro autor conclui que as empresas que passaram a adotar suas práticas conseguiram obter melhores indicadores financeiros, o segundo constata a existência de uma relação entre a imagem institucional das companhias que o fizeram.

Nesse sentido, frente a esse processo no Brasil, verificam-se iniciativas para promover ainda mais a sua presença. Um exemplo é a criação dos “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) ou mesmo das “Cartilha de Governança Corporativa” pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Outro ponto a ser ressaltado que se inicia no País, fruto de uma iniciativa alemã, é o advento dos segmentos diferenciados de governança pela BM&FBOVESPA (atualmente parte da B3 – Bolsa, Brasil, Balcão).

Assim sendo, juntamente com o exposto referente à presença da governança no Brasil, não se pode deixar de notar o quadro de forte instabilidade que marca a política e a economia brasileira no momento mais presente, especialmente do período que delimita o segundo mandato da ex-presidente Dilma Rousseff até o final de 2017, já que seu governo foi findado antecipadamente em razão do *impeachment* sofrido e ultimado em 31 de agosto de 2016. Historicamente no país, o processo de impedimento de um presidente havia sido presenciado somente em 1992, com o então presidente Fernando Collor de Melo.

Posto isso, é nesse momento que mais uma vez a análise dos resultados das práticas de governança corporativa se inserem, sobretudo com relação à presença das mesmas em meio a conjunturas delicadas e de maiores incertezas, como é o caso da deposição de um presidente.

Uma pesquisa realizada por Almeida (2007) encontrou evidências de que a governança corporativa reduz a volatilidade das ações, sendo que para algumas delas, essa redução é ainda maior em períodos em que as empresas estão sob choques negativos e instabilidades. Outrossim, constatou que a mesma reduz o risco idiossincrático.

Além disso, similarmente a esse estudo, porém sem o fator de instabilidades, Quental (2007) se propôs a investigar o impacto da adesão aos segmentos diferenciados de governança da antiga Bovespa sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações. Os resultados revelaram um impacto positivo sobre o retorno e a liquidez, além de uma redução expressiva na volatilidade das ações após a adesão a esses segmentos.

Contudo, em contraposição a tais resultados, Clemente e Espejo (2016) investigaram se os níveis de governança corporativa constituíam, de fato, um fator redutor de risco na crise de 2008, concluindo que a adoção dos mecanismos diferenciados pode não ter colaborado para redução do risco das empresas que os detinham.

Dessa maneira, considerando que o *impeachment* não consiste em um evento que ocorre regularmente nos diversos países democráticos, tampouco aqui no Brasil cuja história é marcada por dois episódios, é bastante palpável afirmar que é inevitável o fato de momentos de crise político-econômica assim não refletirem significativamente nas empresas e nas organizações espalhadas pelo território nacional.

Racionalmente, os investidores sempre tentam proteger seus investimentos contra os distintos riscos, assim como as companhias que, como forma de atrair bons investimentos, anseiam por demonstrar procedimentos e atividades contra a volatilidade do mercado. Um exemplo evidente dessa atividade é a aderência aos níveis de governança corporativa. Em condições mais estáveis, como já estudado empiricamente por alguns autores citados até aqui, os segmentos diferenciados de governança estariam associados a menores riscos e a maiores retornos. Entretanto, isso se procederia em um período de *impeachment*?

Portanto, a questão de pesquisa a ser explorada neste trabalho é a seguinte: as companhias abertas brasileiras listadas na Bovespa e pertencentes aos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 apresentaram melhor desempenho frente ao *impeachment* em 2016? Assim sendo, o objetivo principal deste estudo é verificar se as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança, em comparação com as demais, obtiveram um melhor desempenho em um momento macroeconômico instável do País.

Consoante à questão a ser investigada acima, tem-se as seguintes hipóteses:

H1: níveis acima do Tradicional (Básico) na segmentação da B3 promovem uma menor volatilidade das ações das empresas no momento do *impeachment* do que aquelas que não possuem diferenciação alguma;

H2: os retornos das ações de empresas de níveis diferenciados de governança corporativa são maiores nesse período comparativamente àquelas sem diferenciação;

H3: a liquidez dessas mesmas ações durante esse período também é maior em comparação àquelas que não se diferenciam.

Grande parte das pesquisas existentes atualmente, como por exemplo, Silveira (2002), Carvalho (2003), Nardi (2006), Almeida (2007), Quental (2007) e Clemente e Espejo (2016) são focadas nos efeitos que a governança corporativa teve para as empresas que iniciaram, de

alguma forma, suas práticas. Além disso, algumas analisam o efeito de sua existência frente a momentos de crise. Neste estudo, apesar do impeachment ser considerado também um momento de crise, pode-se dizer que se trata de um momento atípico e, de certa forma, praticamente inexplorado.

Dado que advento da governança de forma mais enfática é recente e até então não se tenha presenciado um novo caso de impedimento desde 1992 no Brasil, salvo o de 2016, o estudo colaborará para entender o fruto das práticas de governança diante de um ambiente “novo”. Além disso, também será significativo para os diversos agentes tomadores de decisão no mercado, que poderão usufruir dos resultados aqui concluídos para entender o impacto gerado por atitudes em prol da governança em um contexto político-econômico pouco comum e pertencente ao ambiente externo às empresas. Este tema é atual e consistente com a realidade brasileira, sobretudo devido a sua história marcada por governos em que a instabilidade prepondera.

## 2 Fundamentação Teórica

### 2.1 Governança Corporativa: Origens e Conceitos

Os motivos que levaram à origem da governança corporativa são diversos e uma análise que os contempla possibilita uma melhor compreensão da temática. Consequentemente, pode-se dizer que a estrutura de propriedade - definida como a relação de ações de controle em poder de um acionista que indica se o capital é ou não disperso (Jensen & Meckling, 1976) - seus desdobramentos e suas consequências acabam por remontar as suas origens.

Considerado por diversos estudiosos como um dos marcos iniciais aos estudos que tangenciariam o tema, Berle e Means (1932) alegavam que a organização da propriedade sempre exerceu um significativo papel no equilíbrio das forças que criam a vida de uma era. Sendo assim, se debruçaram a entender o impacto dessas estruturas, mais especificamente das sociedades anônimas, no desempenho e valor das companhias norte-americanas.

Ainda na linha de pensamento de Berle e Means (1932), a sociedade anônima se constituía em um meio de manter a propriedade e de organizar a vida econômica. Sua evolução acabou por alterar suas características mais tradicionais, quando ainda prevalecia a concepção teórica bastante simples de empresa e mercado, assinalada pela presença de um proprietário-gestor que buscava maximizar seu lucro. É a partir daí, então, que uma nova estrutura de corporação passa a propiciar uma visão que se chocaria com a neoclássica e tomaria novas facetas: a de uma sociedade anônima agigantada e mais complexa, marcada pela maior dispersão da propriedade e pela sua separação do controle, o que preludiria o sistema acionário.

Como consequência dessa transformação, tem-se o surgimento do potencial conflito de interesse também previsto por Berle e Means (1932), e que mais tarde seria explanado pela Teoria da Agência por outros dois estudiosos. Jensen e Meckling (1976), nos seus estudos sobre a então formulada Teoria de Agência, salientam a separação entre administração e propriedade, assim como os conflitos resultantes dessa relação de forma mais aprofundada.

Entretanto, é curioso ressaltar que antes mesmo da formalização mais recente desse conflito, a essência da relação entre principal e agente já havia sido esboçada muito antes por Adam Smith, em 1776, na sua obra “A Riqueza das Nações”, permitindo entendê-la dentro da sociedade anônima nos seus estados mais remotos. Para o autor:

Contudo, não se pode esperar que os membros do conselho dessas empresas (de sociedade anônima por ações), por serem os administradores do dinheiro alheio e não do próprio dinheiro, o protejam com a mesma vigilância atenta que os sócios de uma empresa privada costumam dedicar ao próprio dinheiro. Como os capatazes de um homem rico, eles tendem a se envolver em detalhes não necessariamente visando a honra de seus senhores, e muito facilmente concedem a si mesmos a permissão para tanto. A negligência e a profusão, portanto, devem sempre prevalecer, em maior ou menor grau, na administração dos negócios de uma empresa como essa. (Smith, 1776, p. 700).

Essa visão de Smith que antecede tanto Berle e Means (1932), quanto os próprios Jensen e Meckling (1976), tem uma ligação clara com a futura Teoria de Agência dos últimos autores. Para Jensen e Meckling (1976), a relação de agência passa a existir quando uma pessoa (denominada principal) emprega outra (chamada agente) para exercer em seu nome serviços que exijam poder de decisão por parte do último. Silveira (2010) ainda adiciona que: “No contexto corporativo, o executivo é o agente que recebe uma procuração com poderes para tomar decisão em favor do conjunto de acionistas, seus principais” (p. 35).

Considerando que ambas as partes são maximizadoras de utilidade, pode-se dizer que nem sempre o agente poderá agir conforme os interesses do principal, e aí tem-se então o conflito de agência propriamente dito.

É a partir desse conflito que os denominados custos de agência surgem e passam a ser incorridos pelos acionistas para alinhar seus interesses aos dos gestores, como (i) a elaboração de contratos entre principal e agente (incentivos para que não atue em seu prol do seu próprio interesse), (ii) os dispêndios derivados de sistemas de monitoramento das atividades dos agentes, (iii) os gastos dos agentes para demonstrar que suas atividades estão em acordo com o previamente acordado com o principal e as (iv) perdas residuais por parte dos acionistas. (Jensen & Meckling, 1976).

O custo de agência seria a soma de todos os acima descritos e poderiam ocorrer nas diversas situações que envolvam o esforço cooperativo entre duas pessoas (Jensen & Meckling, 1976). Um estudo mais recente que contempla um dos custos acima citados é o trazido por Silveira (2010): “Na relação entre acionistas e executivos, os custos do tipo perdas residuais são aqueles decorrentes de decisões tomadas pelos executivos que não visam maximizar a riqueza dos acionistas.” (p. 35).

Entretanto, é interessante ressaltar que na presença de uma estrutura de propriedade marcada pela presença de um acionista controlador (bastante comum na realidade brasileira), um outro custo surge derivado do conflito de agência: aquele em que o acionista majoritário pode expropriar a riqueza dos minoritários. É o que ressalta Saito e Silveira (2008) nos seus estudos: “um maior percentual de ações pode levar também a uma maior tendência de entrincheiramento dos gestores, causando impacto negativo no valor da empresa” (p. 85).

É nesse sentido, então, e frente ao acima exposto que a base para o surgimento da governança corporativa se consolida e se faz necessária. Sob um olhar que enquadra os seus diversos aspectos, o tema apresenta bastantes conceitos que se diferenciam pela sua variedade e amplitude.

Sob a definição de Shleifer e Vishny (1997), a questão primordial da governança é garantir aos financiadores que eles obtenham um retorno sobre seu investimento financeiro. Correia e Amaral (2006), ao delinear um pouco mais os stakeholders, asseguram que: “A função principal dos sistemas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse



entre os diversos agentes que influenciam a empresa, isto é, investidores, fornecedores, funcionários, clientes e a sociedade em geral” (p. 44).

Na mesma linha de raciocínio, Silveira (2004) afirma que a “governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência” (p. 4).

Como mecanismos externos têm-se: a estrutura de capital, o conselho de administração, a forma de remuneração, o desempenho de investidores institucionais; já para os externos, destacam-se: o ambiente legal e institucional da empresa, a possibilidade de aquisição hostil, bem como a fiscalização dos agentes de mercado (Silveira, 2010).

O cerne de preocupação inicial da governança corporativa recaia nos meios que tornariam possível os agentes anteporem os interesses organizacionais aos seus próprios, evitando o conflito de interesse (Child & Rodrigues, 2003). Com efeito, nos diversos países os mecanismos de governança surgem dessa preocupação derivada da necessidade de adequar a relação entre administradores e proprietários nas organizações, garantindo que os interesses dos *stakeholders* pudessem ser satisfeitos - temática principal dos distintos estudos acerca do tema. Não obstante, ainda que sua preocupação basilar seja em teoria a mesma, suas funções foram se modificando e se ampliando ao longo dos anos nos diferentes países, assim como no contexto brasileiro, como poderá ser visto no subcapítulo que se segue.

## 2.2 A Governança Corporativa no Brasil, a Segmentação da B3 e seus Objetivos

No Brasil, os primeiros passos voltados para a governança se deram em 1995 com a então criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que mais tarde, em 1999, se tornaria o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Nesse mesmo ano, o recém-formado instituto encabeça as iniciativas com relação ao tema e publica o primeiro código brasileiro da área, o denominado Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Seguidamente em 2000, a Bovespa, inspirada no *Neuer Market* que enceta as práticas de governança na Alemanha, cria o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2, também denominados de segmentos especiais de listagem da B3 (da qual faz parte a BM&FBOVESPA). Todos esses segmentos acabam por se distinguirem do mercado tradicional (Tradicional-Bovespa), também chamado de Básico, por neles serem negociados apenas companhias que apresentem índices de governança que se adequem às regras de cada segmento. O objetivo maior dessa segmentação, de acordo com própria BM&FBOVESPA (2018), era proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse o interesse dos investidores, bem como a valorização das companhias simultaneamente.

Ademais, é interessante ressaltar que a CVM também se inclui em uma das instituições que contribuiu para as práticas de governança e criou, em 2002, a “Cartilha de Governança Corporativa”.

Nesse contexto, Soares (2008) salienta algumas iniciativas institucionais e governamentais (muitas das quais já citadas acima) que foram tomadas com o objetivo de contribuir para o aprimoramento das práticas de governança pelas companhias brasileiras, a saber:

criação do IBGC; aprovação da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001; criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela BOVESPA; estabelecimento de novas regras para os fundos de pensão; definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamento; adoção da cartilha de governança corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (p. 56).

Inicialmente em sua fundação, conforme ressalta Clemente, Matucheski e Sandrini (2009), o IBGC possuía somente a função mais básica de conseguir fortalecer os conselhos de administração das empresas e, ao longo dos anos, as questões de diretoria, propriedade, conselho fiscal e auditoria independente são outras preocupações que começam a fazer parte de sua atividade. Hoje, dentre os seus princípios básicos estão: a transparência, a equidade, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa (IBGC, 2018).

Nesse sentido, esse órgão chave voltado a esse campo no Brasil traz uma definição de governança corporativa mais atual, englobando sua maior complexidade nos dias de hoje. Definição essa que se desvincula e abrange cada vez mais aspectos que somente o célebre conflito de agência. Segundo o IBGC (2018), a governança corporativa é “o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (p. 20). Ademais, ainda acrescenta que as suas boas práticas são capazes de: “converter princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum” (IBGC, 2018, p. 20).

No que tange ao mercado diferenciado da B3 com relação ao contexto, tem-se seus segmentos de listagem e diferenciação que são subdivididos basicamente em três níveis: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. O Novo Mercado consiste nas mais rigorosas exigências por mecanismos de governança, seguidos pelo Nível 1 e Nível 2 em uma ordem decrescente dessas exigências. É prudente adicionar ainda que mais dois novos níveis de diferenciação foram desenvolvidos pela instituição: os chamados Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2. De acordo com a BM&FBOVESPA (2018), o primeiro deles foi configurado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, tendo como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. Já o segundo consiste em um desdobramento do primeiro contendo algumas exceções. Ambos, dessa forma, são meios pelos quais a B3 tornou possível a realização de captações menores quando comparadas ao Novo Mercado, incentivando as práticas de governança (BM&FBOVESPA, 2018).

A Tabela 1 resume melhor tais informações:

Tabela 1 – Exigências para listagem conforme segmentação da B3

Exigências para acesso à segmentação
<b>Nível 1</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em free float;</li> <li>- Realização de esforços para dispersão acionária;</li> <li>- Conselho de administração com no mínimo 5 membros, com mandato unificado de até 2 anos;</li> <li>- Vedação a acumulação de cargos: presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão);</li> <li>- Reunião pública anual presencial obrigatória;</li> <li>- Disponibilização do calendário de eventos corporativos obrigatório;</li> <li>- Divulgação de informações adicionais: política de negociação de valores mobiliários e código de conduta.</li> </ul>

Nível 2
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Todas as exigências do Nível 1;</li> <li>- Capital social com ações ON e PN (essas com direitos adicionais);</li> <li>- Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas" como vedação à disposição estatutárias;</li> <li>- Conselho de administração com no mínimo 5 membros, pelo menos 20% sendo independentes, com mandato unificado de até 2 anos;</li> <li>- Obrigação do conselho da administração: manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia;</li> <li>- DFs traduzidas para o inglês;</li> <li>- Concessão de Tag Along em 100% para ações ON e PN;</li> <li>- Saída de segmento/OPA: realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado;</li> <li>- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado obrigatória.</li> </ul>
Novo Mercado
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Todas as exigências do Nível 2;</li> <li>- Capital social somente com ações ON;</li> <li>- Manutenção de um percentual mínimo de 25% (ou de 15% caso o average daily trading volume for maior que 25MM) de ações em free float;</li> <li>- Conselho de administração com no mínimo 3 membros, pelo menos 2 ou 20% (dos dois o maior) sendo independentes, com mandato unificado de até 2 anos;</li> <li>- Vedação a acumulação de cargos: presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações;</li> <li>- DFs conforme legislação, sendo que fatos relevantes, informações sobre proventos e press release de resultados devem ser divulgados simultaneamente em inglês;</li> <li>- Reunião pública anual: realização em até 5 dias úteis após a divulgação dos resultados trimestrais ou das DFs, de apresentação pública sobre as informações divulgadas;</li> <li>- Divulgação de informações adicionais: diversas divulgações exigidas;</li> <li>- Concessão de Tag Along em 100% para ações ON;</li> <li>- Saída de segmento/OPA: Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social);</li> <li>- Comitê de auditoria   Auditoria interna   Compliance: obrigatórios.</li> </ul>

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em BM&FBOVESPA (2018).

### 2.3 A Governança Corporativa e seus Reflexos nas Organizações e Companhias

Estudos e linhas de pesquisas nesta área evidenciam o impacto da incorporação de práticas de governança e da adesão aos níveis do mercado diferenciado, bem como seus resultados. Nardi e Nakao (2008), por exemplo, pesquisaram sobre esse assunto, atestando que a adesão aos níveis de governança tende a interferir de maneira positiva na imagem institucional das empresas que adotam e seguem as regras previamente estabelecidas.

Silveira (2002), por sua vez, buscou verificar se uma relação significativa entre governança corporativa, valor da empresa e desempenho de companhias abertas brasileiras poderia ser afirmada. Para isso, testou três variáveis contra o desempenho e o valor corporativo (variáveis essas que se relacionam substancialmente com as algumas exigências atuais da B3 para a listagem diferenciada), sendo elas: (i) cargos de diretor executivo e presidente de conselho ocupados por pessoas distintas; (ii) tamanho do Conselho de Administração e (iii) independência desse conselho. Em seus resultados, constatou que as duas primeiras variáveis resultaram em uma maior significância estatística do que a terceira, tendo concluído que “a estrutura de governança afeta mais a percepção dos investidores e sua consequente avaliação de mercado do que o desempenho financeiro resultante das operações da companhia.

Não obstante, em contraposição aos resultados concluídos por Silveira (2002) sobre o desempenho financeiro, Carvalho (2003), em seus estudos, destaca que a migração para os níveis diferenciados “tem impacto sobre a valoração das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos” (p. 13). Da mesma forma, Martins, Silva e Nardi (2006) corroboram esse aumento na liquidez (especialmente para as



ON), enquanto Quental (2007) também o faz acerca não só da liquidez, mas também do retorno e da diminuição da volatilidade.

Outros estudos, porém, revelam que nem sempre a adesão ao mercado diferenciado pode resultar em frutos positivos. É o que a pesquisa de Fernandes, Dias e Cunha (2010) confirma. Segundo os autores, apesar de terem sofrido variações durante o período de análise, o desempenho e o valor das empresas não passaram por mudanças estatísticas significativas após a adesão aos segmentos especiais de listagem, não sendo capaz de firmar qualquer melhora.

Há ainda algumas pesquisas, como a de Almeida (2007), que buscaram examinar os impactos das boas práticas de governança corporativa na volatilidade dos retornos das ações dentro e fora de momentos de crise. De acordo com o autor, em momentos de tensão e instabilidades, a governança é capaz de reduzir ainda mais a volatilidade das ações. Silva (2010), nessa mesma linha, ao investigar a volatilidade das ações nas diferentes categorias de diferenciação, durante a crise do *subprime*, também afirma que a governança foi capaz de refrear as suas volatilidades. Nesse mesmo contexto, mas em contramão aos resultados anteriores, Clemente e Espejo (2016) concluíram que a adoção de mecanismos diferenciados pode não ter sido significativo na redução do risco de companhias durante a crise de 2008.

Assim sendo, dentre esses estudos acima analisados, sejam os que sugerem uma relação positiva ou os que não conseguem inferir nada (por ausência de resultados estatísticos significativos) entre a adesão aos níveis diferenciados da B3 e o desempenho das empresas (em termos de imagem e retorno, liquidez e volatilidade de suas ações), alguns deles voltam-se para a temática da governança em momentos de crise. Entretanto, nenhum se encarrega de trazer uma análise do tema diante de uma conjuntura marcada por um *impeachment*. Tal é o que se almeja verificar na pesquisa a ser detalhada a seguir.

## 3 Procedimentos Metodológicos

### 3.1 População e Amostra

A população a ser analisada nesta pesquisa parte de todas as companhias abertas listadas na Bovespa durante o período de 30 de agosto de 2015 a 31 de agosto de 2016, totalizando uma janela temporal de um ano dentro da qual se inclui a ocorrência do *impeachment*.

A relação geral de companhias da B3 cujas ações são negociadas na Bovespa foi coletada por meio dos dados de sua página na internet, onde é possível filtrar os diversos segmentos de listagem. Segundo tais dados extraídos em 11 de outubro de 2018, a população dentro dos quatro segmentos de diferenciação: Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1), Nível 2 (N2), Bovespa Mais (MA) e Bovespa Mais Nível 2 (MA N2) são de 206 empresas. Dentre eles, 142 pertencem ao NM, 27 ao N1, 20 ao N2, 16 ao MA e, por fim, 1 ao MA-N2. As demais fazem parte do mercado Tradicional-Bovespa (TB), parte do segmento Básico com relação a exigências de governança corporativa.

Durante o período analisado, a população dentro dos quatro segmentos poderia apresentar uma diferença na sua composição, dado que ao longo dos anos cada companhia tem a liberdade de migrar de um para outro, desde que atenda às exigências. Entretanto, em números totais, não foi observada diferença alguma.

A partir desta população evidenciada acima, um filtro prévio se faz necessário. Considerando que os últimos dois níveis de diferenciação (Bovespa Mais e Bovespa Mais

Nível 2) são recentes, apresentam pouco número de população e ainda aceitam a prerrogativa de que as empresas nelas listadas possuam um prazo de até sete anos para a realização do IPO (todos os outros segmentos considerados são de empresas que já passaram pela oferta pública), estas não foram aqui consideradas para fins de maior confiabilidade no resultado.

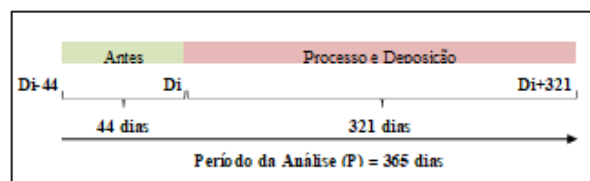
Assim sendo e considerando o primeiro filtro, a amostra para o período analisado foi de 321 empresas assim distribuídas: 142 no NM, 27 no N1, 20 no N2 e 132 no TB.

### 3.2 Variáveis

Por meio da base Economatica foram obtidos dados dos retornos históricos mensais das ações, bem como dados de liquidez das mesmas para cada uma das companhias pertencentes ao Novo mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional dentro do período de 30 de agosto de 2015, um mês e meio antes da apresentação do pedido de impeachment da ex-presidente Dilma (realizado em 15 de outubro do mesmo ano), a 31 de agosto de 2016, quando da conclusão de todo o processo e de sua deposição.

A extração de dados um mês e meio antecedentemente ao início de todo o extenso processo é justificável dado os rumores e manifestações que já vinham ocorrendo desde então, além de aumentar levemente o *range* de tempo a ser analisado. O período total contemplado para análise organizado em dias está delineado mais detalhadamente na figura 1, sendo explicado logo a seguir.

Figura 1 - Período de análise dos dados



Fonte: Elaborado pelo autor.

Dado que o recente processo de impeachment se iniciou em 15 de outubro de 2015 ( $Di$ ) e se prolongou cerca de 321 dias, serão extraídos dados de 44 dias antes do mesmo, totalizando o período ( $P$ ) de um ano (12 meses) usado para a análise. Isso resulta em um tempo razoável para a realização do estudo e restringe melhor somente o momento que se deu o processo, não causando vieses errôneos de possíveis acontecimentos nem muito anteriores, nem posteriores à conclusão do mesmo (quando da posse do vice-presidente Michel Temer).

Como variáveis para a análise de desempenho das companhias, utilizou-se de três medidas para cada segmento: retorno, risco e liquidez. Como retorno foram verificados os ganhos e/ou perdas mensais vinculados aos preços das ações de cada empresa, bem como a média desses retornos durante o período ( $P$ ). Para a medida de risco foi analisado o quanto cada ganho/perda diário se distanciava da média do retorno previamente calculado para o mesmo período, encontrando-se o desvio-padrão. Por último, como medida de liquidez, foi utilizado o indicador técnico de liquidez em bolsa da Economatica, que reflete quão negociadas as ações das respectivas companhias foram ao longo do período ( $P$ ).

### 3.3 Tratamento dos Dados

Considerando que o presente estudo visa majoritariamente analisar se as empresas que se adequam aos níveis diferenciados (NM, N1 e N2) apresentam um maior desempenho durante o *impeachment* do que as empresas no nível Tradicional (Básico), é interessante

ressaltar que esta pesquisa busca ainda entender se as variações de desempenho das companhias entre os níveis diferenciados podem ser justificadas por motivos ligados a maior ou menor incorporação das práticas de governança.

Logo, as hipóteses H1 (níveis acima do Tradicional (Básico) na segmentação da B3 promovem uma menor volatilidade das ações das empresas no momento do *impeachment* do que aquelas que não possuem diferenciação alguma), H2 (os retornos das ações de empresas de níveis diferenciados de governança corporativa são maiores nesse período comparativamente àquelas sem diferenciação) e H3 (a liquidez dessas mesmas ações durante esse período também é maior em comparação àquelas que não se diferenciaram) foram testadas por meio de um conjunto de blocos amostrais.

O primeiro deles (Bloco 1) são o das empresas pertencentes ao NM, o segundo (Bloco 2) ao N1, o terceiro (Bloco 3) ao N2 e o quarto (Bloco 4) ao TB. A tabela 2 abaixo resume melhor as informações:

Tabela 2 - Conjuntos amostrais em blocos I com dados com base em outubro de 2018

Bloco	Segmentação B3	Nº de Empresas
1	Novo Mercado (NM)	142
2	Nível 1 (N1)	27
3	Nível 2 (N2)	20
4	Tradicional - BOVESPA (TB)	132

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir de dados da Economatica, os retornos mensais das ações de cada empresa durante o período (P) já delineado acima (e que resultaria em 252 dias úteis e de funcionamento da bolsa) foram obtidos. O método de cálculo realizado para esses retornos utiliza as cotações históricas de cada empresa em um mês (t) e o mês anterior (t-1) durante o período (P), conforme abaixo:

$$(i) \text{ Retorno simples } (x) = \frac{(\text{preço da ação em } t)}{(\text{preço da ação em } t-1)} - 1$$

Entretanto, dada a liquidez bastante baixa de várias ações de alguns segmentos, não foi possível obter o retorno de certos meses de várias delas. No sentido de evitar empresas com muitos *gaps* nesse sentido e evitar medidas errôneas, todas as companhias que apresentaram menos que quatro retornos mensais dentro do período (P) foram removidas da amostra.

Em seguida, uma média de retornos para cada empresa foi calculada:

$$(ii) \text{ Média de retornos } (\bar{x}) = \frac{\sum x_i}{\text{número de retornos } (n)}$$

Finalizado os procedimentos acima, foram realizados o cálculo da (iii) variância e o (iv) desvio-padrão de tais retornos como medida de dispersão e risco:

$$(iii) \text{ Variância } (S) = \frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}$$

$$(iv) \text{ Desvio padrão } (DP) = \sqrt{S}$$

Consecutivamente, como um último filtro a ser aplicado e no intuito de entender quais seriam os retornos *outliers* da amostra, foi calculado o (v) *Z score* de todos eles e eliminados todos aqueles cujo valor foi maior que 2,5. A saber, o cálculo foi assim feito:

$$(v) \text{ Z score do retorno } (z) = \frac{(x - \bar{x})}{DP}$$

Logo, a amostra limpa separada por blocos de segmentos de um a quatro conteve 283 empresas assim distribuídas:

Tabela 3 – Conjuntos amostrais em blocos II (amostra limpa)

Bloco	Segmentação B3	Nº de Empresas
1	Novo Mercado (NM)	127
2	Nível 1 (N1)	26
3	Nível 2 (N2)	18
4	Tradicional - BOVESPA (TB)	102

Fonte: Dados da pesquisa.

Por fim, os indicadores de liquidez mensais em bolsa da Economatica (vi) de cada companhia considerada na amostra limpa (vide Tabela 3) também foram obtidos para cada um dos quatro blocos ao longo de (P). O intuito é verificar a média de liquidez das ações de cada segmento. A saber, a liquidez em bolsa obtida por meio da plataforma é assim medida:

$$(vi) \text{ Liquidez em Bolsa} = 100 * \frac{p}{P} * \text{sqrt} \left( \frac{n}{N} * \frac{v}{V} \right)$$

em que:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido

P = número total de dias do período escolhido

n = número negócios com a ação dentro do período escolhido

N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido

Assim sendo, consolidados todos os dados referentes às variáveis, este estudo contará inicialmente com a estatística quantitativa descritiva e com gráficos cujas informações serão aglutinadas dentro dos 20 setores da Economatica (explanados nos gráficos do capítulo 4) para uma melhor visualização, bem como para uma análise setorial.

Em seguida, dois novos blocos amostrais foram organizados: o Bloco A e o Bloco B. O primeiro deles é formado pela amostra limpa de todas as empresas do NM, N1 e N2 (com diferenciação), totalizando 171 companhias, enquanto o segundo é composto somente pelas companhias do mercado TB (Básico - sem diferenciação), com um total de 102 integrantes.

A partir deles, com os mesmos dados dos retornos das ações e ainda dentro do mesmo período (P), foram calculados uma nova média dos retornos, um novo desvio-padrão, bem como a média de liquidez em bolsa mensal para o novo bloco A. Para o bloco B, foram utilizadas os mesmos resultados que já haviam sido calculados e obtidos para o bloco 4.

Ainda por meio do uso da estatística descritiva e de gráficos (com setores), os *outputs* desses dois blocos foram analisados com o intuito maior de averiguar somente o desempenho geral das empresas que implementam as práticas de governança e as que não o fazem.

Consequentemente, testes de médias para testar as hipóteses aqui apresentadas se fizeram necessárias. Logo, os testes explanados a seguir foram realizados.

Primeiramente, testes de normalidade foram rodados para a amostra contendo todos os segmentos analisados (blocos de 1 a 4), bem como o teste de homogeneidade de variância. Ressalta-se que foram utilizados o teste Kolmogorov-Smirnov (quando se teve mais de 30 empresas no segmento) e Shapiro-Wilk (quando menos de 30) para verificar a normalidade, sendo que a homogeneidade das variâncias foi verificada por meio do teste de Levene.

Tabela 4 - Testes estatísticos da amostra

Bloco	Segmentação B3	Nº de Empresas	Teste de Normalidade	Teste de Homogeneidade
1	Novo Mercado (NM)	127	Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk	Levene
2	Nível 1 (N1)	26		
3	Nível 2 (N2)	18		
4	Tradicional-BOVESPA (TB)	102		
Total		273		

Fonte: Dados da pesquisa.

Por último, testes de médias para atestar ou refutar as hipóteses em evidência no estudo foram efetuados seguindo seus pressupostos: caso a amostra contendo os quatro blocos independentes se mostrem normalmente distribuídos e apresentaram variâncias populacionais homogêneas, será utilizado o teste paramétrico ANOVA (Análise de Variância); caso contrário será aplicado o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis.

## 4 Resultados e Discussões

### 4.1 Análise Descritiva, Setorial e Comparação dos Segmentos: NM, N1, N2 e TB

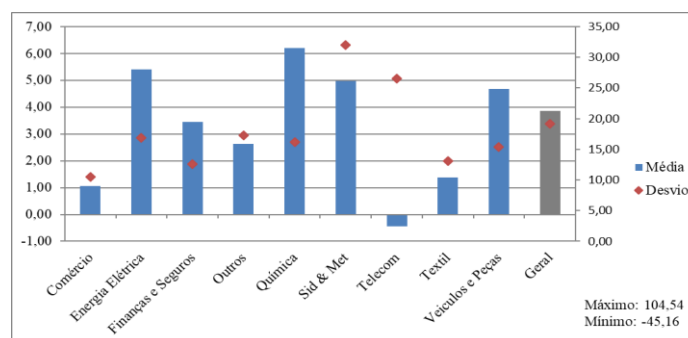
Primeiramente, no que diz respeito à estatística descritiva, os resultados obtidos pelos procedimentos metodológicos aplicados podem ser analisados nos gráficos colocados ao longo deste capítulo, por meio dos quais se explanam o desempenho dos segmentos da B3.

Basicamente, cada gráfico traz informações referentes a um determinado segmento (bloco). Para cada uma das empresas pertencentes a eles tem-se a média e o desvio-padrão de cada um dos respectivos retornos de suas ações referente ao período analisado, assim como os valores de máximo e mínimo de todos esses retornos.

Além disso, no intuito de uma análise setorial, todos esses dados foram aglutinados nos 20 setores delineados pela Economatica, com exceção do “Geral” em que todas as empresas do respectivo segmento de diferenciação são consideradas independentemente seu setor.

Iniciando a análise pelo segmento N1, apresenta-se a figura 2:

Figura 2 – Nível 1 (N1)



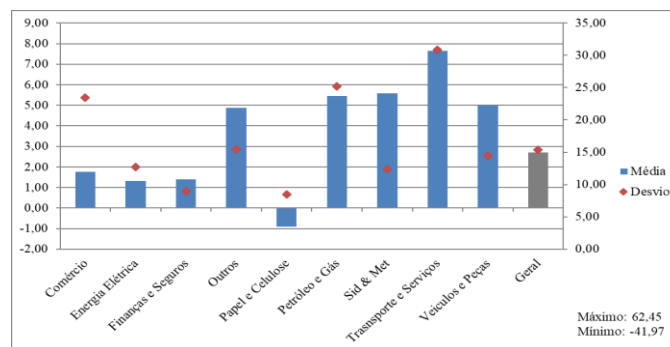
Fonte: Resultado da pesquisa.

Dele, depreende-se que a média geral dos retornos, isto é, independentemente do setor, ficou em torno dos 3,90%, enquanto que o desvio-padrão como medida de risco foi de 19,12%. Setorialmente, aquele que apresentou o melhor e o pior desempenho em retorno foi, respectivamente, o de Química (6,19%) e o de Telecomunicação (-0,44%). Já com relação à risco, Comércio (10,46%) se apresentou como o de maior desempenho, enquanto Siderurgia e Metalurgia (32,04%) se mostrou o mais arriscado.



Por sua vez, o N2 segue representado na Figura 3:

Figura 3 – Nível 2 (N2)

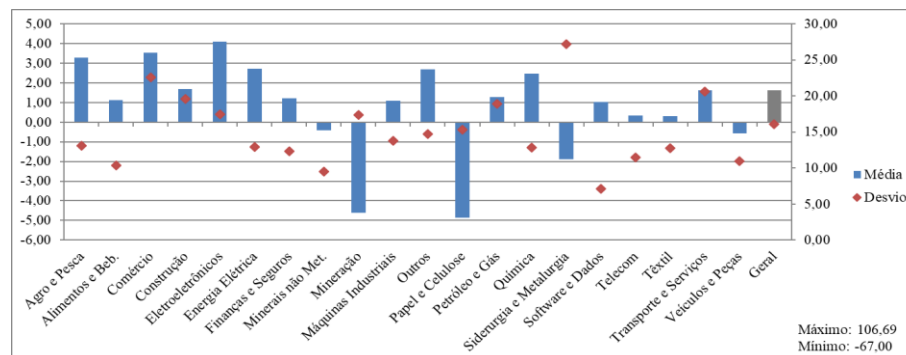


Fonte: Resultado da pesquisa.

Com um retorno geral de 2,71%, este segmento apresentou um pior desempenho quando comparado ao N1 nesse quesito. Entretanto, seu risco se mostrou mais baixo, em 15,38%. Ademais, a diferença entre os retornos máximo e mínimo também foi plausivelmente menor. Setorialmente, o setor de Transporte e Serviços foi o que melhor desempenhou em retorno, com 7,64%, ainda que com 30,89% de desvio-padrão, o pior desempenho do segmento. Papel e Celulose se mostrou o pior dentre os demais em retorno, com -0,90%, porém a mais estável em risco, com 8,5%, seguido de Finanças e Seguros, com 8,99% (e retorno positivo).

Passando para a análise do NM, um segmento mais robusto em termos de governança corporativa e com um maior número de participantes, pode-se constatar a presença de todos os 20 setores, conforme demonstra a Figura 4:

Figura 4 – Novo Mercado (NM)



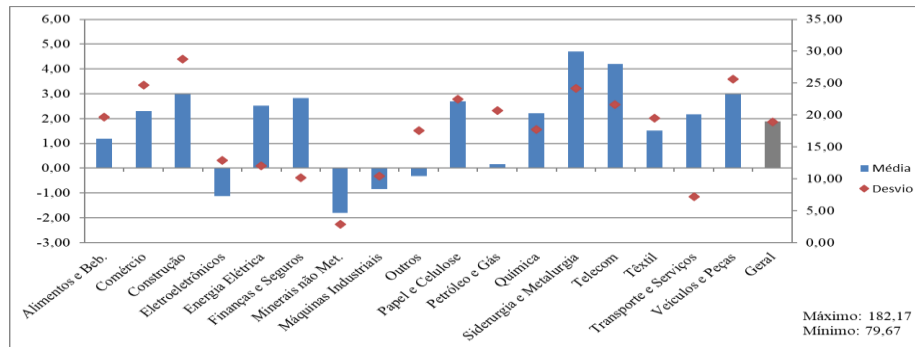
Fonte: Resultado da pesquisa.

Se esquivando do olhar setorial, a média geral dos retornos se situou aproximadamente em 1,65% e o desvio-padrão dos mesmos em 16,08%. O desempenho inferior ao N1 e N2 em termos de retorno e da diferença entre máximo e mínimo pode ser possivelmente explicado pela maior variedade e hibridez das empresas que se enquadram dentro deste segmento, o que não ocorre nos dois primeiros analisados (já que se incluem em apenas nove dos vinte setores). A medida de risco acabou se mostrando superior ao N1, mas inferior ao N2.

Setorialmente, o melhor desempenho em retorno foi para Eletroeletrônicos (4,11%) e o pior para Papel e Celulose (-4,87%), assim como no N2. Em termos de risco, da mesma forma como o N1, o setor mais arriscado, ainda que com uma leve melhora, foi o de Siderurgia e Metalurgia (27,12%), enquanto que o menos arriscado foi o de Software e Dados (7,10%).

Partindo, nesse momento, para a análise do segmento TB, representa-se a Figura 5:

Figura 5 – Tradicional Básico (TB)



Fonte: Resultado da pesquisa.

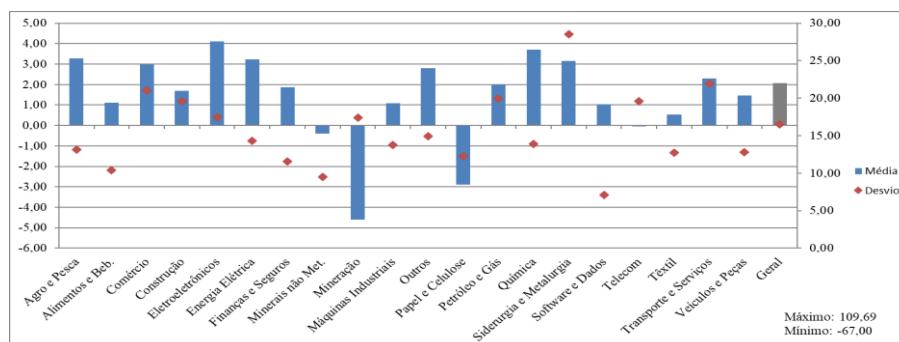
Com relação a esse bloco, pode-se constatar que seu desempenho geral em retorno ficou em aproximadamente 1,80%, enquanto que a medida de risco foi de 18,91%. Em termos setoriais, Siderurgia e Metalurgia obteve o melhor desempenho em retorno (4,69%), embora atrelado ao alto risco quando se verifica seu desvio-padrão. Já os melhores setores em risco foram o de Minerais (ainda que com retorno negativo) e Transporte e Serviços, com 2,90% e 7,71% respectivamente. Por fim, os piores em retorno e risco acabaram sendo Minerais (-1,80%) e Construção (28,75%), nessa ordem.

Dado o grande número de empresas listadas nesse segmento, assim como no NM, uma comparação mais justa se dá entre este e o TB. Assim sendo, é possível verificar que o segmento que agora se analisa obteve uma volatilidade um pouco mais elevada em comparação ao NM (18,91% no TB e 16,08% no NM) de quase 3%. Ademais, o retorno geral do TB (de 1,80%) foi apenas sutilmente maior que o do NM (de 1,66%), o que gera um resultado apenas levemente positivo para o segmento mais robusto em diferenciação, levando-se em conta a medida de risco.

#### 4.2 Análise Descritiva e Teste de Hipóteses

Considerando o objetivo primário desta pesquisa e as duas primeiras hipóteses delineadas, uma análise de todo o mercado diferenciado, incluindo empresas do N1, N2 e NM em comparação ao TB se fez necessária. Dessa forma, um gráfico setorial parecido com os já reproduzidos acima, mas que contemple todos os segmentos diferenciados segue abaixo:

Figura 6 - Mercado Diferenciado (DIF)



Fonte: Resultado da pesquisa.

Conforme demonstra os resultados e sob um enfoque não setorial neste momento, a média dos retornos do mercado diferenciado ficou em 2,1%, enquanto que o desvio-padrão como medida de risco foi de 16,51%.

Comparativamente ao segmento TB, o mercado diferenciado (DIF), durante o período de *impeachment*, apresentou uma menor volatilidade no retorno das ações (de cerca 2,40% a menos), assim como um retorno ligeiramente maior (de apenas 0,3%). Ambas diferenças acabaram sendo bastante sutis, ainda que a diferença de volatilidade tenha sido mais razoável.

Pela análise realizada, é possível verificar que o mercado diferenciado durante (P), ainda que com a robustez em termos de governança, teve apenas um ténue melhor desempenho em comparação ao Tradicional (Básico) em termos de retorno e risco, o que poderia implicar na aceitação das duas primeiras hipóteses H1 e H2. Entretanto, com o intuito de averiguar, de fato, a aceitação dessas duas primeiras hipóteses em termos estatísticos, tem-se a explanação e resultado dos testes realizados.

Verificando, primeiramente, a normalidade e a homogeneidade em cada segmento, tem-se pelas tabelas 5 e 6 que a amostra não passou em nenhum dos testes, uma vez que o resultado de ambos apresentou uma significância (Sig.) inferior a 0,05.

Tabela 5 - Resultados dos testes de normalidade

Variável	Segmentos	Kolmogorov-Sminov	Shapiro-Wilk
		Sig.	Sig.
Retorno_mensal	TB	0,000	0,000
	N1	0,000	0,000
	N2	0,000	0,000
	NM	0,000	0,000

Fonte: Resultado da pesquisa.

Tabela 6 – Resultados do teste de homogeneidade

Variável		Levene
		Sig.
Retorno_mensal	Com base em média	0,041
	Com base em mediana	0,079

Fonte: Resultado da pesquisa.

Consecutivamente, como a amostra não atende aos requisitos para que se realize o teste paramétrico ANOVA, foi executado o teste de Kruskal-Wallis, um teste não-paramétrico que permitirá testar se cada segmento (bloco) é proveniente ou não de uma mesma população, isto é, se os retornos de cada segmento apresentam diferenças de média.

Conforme a tabela 7, temos o seguinte resultado explicado em seguida:

Tabela 7 – Resultado do teste de diferenças de média

Hipótese nula	Teste	Sig.
A distribuição de Retorno_mensal é a mesma entre as categorias de segmento (Blocos)	Kruskal-Wallis	0,384

Fonte: Resultado da pesquisa.

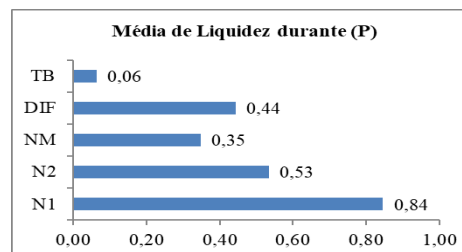
O resultado deixa evidente que, considerando um intervalo de 95% de confiança, e obtendo uma significância de 0,384 (maior que 0,05), deve-se aceitar a hipótese nula, indicando que, estatisticamente, não há uma diferença de média de retornos das ações entre os segmentos da B3 (NM, N1, N2 e TB).

Ou seja, não se pode afirmar, estatisticamente, que o sutil melhor resultado do mercado diferenciado analisado via gráficos por meio da estatística descritiva tenha ocorrido em virtude da diferenciação e governança corporativa. Rejeita-se, assim, as hipóteses H1 e H2 desta pesquisa.

Esses resultados vão de encontro àqueles realizados por Carvalho (2003), mas em contrapartida estão em linha com o que conclui Silveira (2002). Ademais, estão bastante aderentes à pesquisa de Fernandes, Dias e Cunha (2010), quando inferem que o desempenho e valor das empresas não mudaram significativamente após a adesão aos segmentos especiais de listagem.

Por fim, na tentativa de atestar ou refutar a terceira hipótese que versa sobre a liquidez das ações dos diferentes segmentos, obteve-se os seguintes resultados demonstrados na figura 7, em que se tem a média de liquidez por segmento, bem como de todo o os segmentos diferenciados analisados nesta pesquisa juntos (aqui denominado DIF - Diferenciado, cujas empresas que fazem parte são as do bloco A, isto é, N1, N2 e NM):

Figura 7 – Liquidez



Fonte: Resultado da pesquisa.

Como pode ser verificado, todos os níveis diferenciados apresentaram liquidez muito acima do nível Tradicional durante (P), com destaque para o N1. Comparando o NM e o DIF com o TB, dado que estes apresentam um número de participantes plausivelmente maior em comparação ao N1 e N2, também se nota uma liquidez expressivamente maior do que os dois primeiros.

Tais resultados podem ser melhor sustentados e explicados quando se examina o índice Ibovespa, uma carteira teórica de ações da qual faz parte os papéis mais representativos e mais negociados no mercado à vista da Bovespa. Analisando quantas empresas cujas ações pertencem a esse índice e fazem parte do segmento Tradicional concomitantemente, foram constatadas apenas quatro delas, enquanto todas as demais pertencem aos segmentos diferenciados

Logo, isso acaba por corroborar o fato de a liquidez ser tão maior nesses segmentos e tão irrisória dentro do segmento TB, depreendendo-se, assim, a aceitação da hipótese H3 de forma mais embasada e acurada.

Ademais, esses últimos resultados vão totalmente ao encontro do que Martins, Silva e Nardi (2006) concluíram, quando atestaram que os segmentos diferenciados influenciavam positivamente na liquidez das ações.

## 5 Considerações Finais

A governança corporativa vem sendo um tema amplamente estudado ao longo dos últimos anos, sobretudo após o considerável ganho de escala na adoção de suas práticas a partir de 1995 e após os anos 2000. Dentro desse âmbito temático, diversas são as linhas de pesquisa que buscam avaliar o desempenho das organizações em função da adoção e da execução das práticas de governança. Nesse sentido, muitos dos trabalhos que se debruçaram sobre o tema acabaram por comparar o desempenho das organizações que adotam práticas de governança com o daquelas que não o fazem via diferentes métricas e, muitas vezes, em distintos períodos de tempo, sejam eles marcados por crises ou não. Os resultados obtidos

pelos autores são bastante variados, muitas vezes atestando ou refutando hipóteses de que maior governança resulta em maior desempenho.

Dentro desse contexto, o propósito deste presente estudo visou avaliar o desempenho (medido aqui pelo retorno, risco e liquidez de ações) das organizações pertencentes a algum dos segmentos diferenciados da B3 (NM, N2 e N1) em comparação àquelas pertencentes ao segmento Tradicional (TB) durante um período de crise político-econômica ainda pouco explorado: o *impeachment* em 2016. Assim sendo, constatou-se empiricamente que, durante o período analisado, há um sutil melhor desempenho com relação a risco e retorno por parte das empresas negociadas em algum dos estratos diferenciados. Entretanto, essa sutil “vantagem” acabou não apresentando significância estatística e, portanto, as hipóteses H1 e H2 foram rejeitadas. Por outro lado, ao se analisar a liquidez das ações, pôde-se atestar a H3, uma vez que as organizações pertencentes aos níveis diferenciados apresentaram liquidez substancialmente maior do que as empresas cujas ações eram negociadas no estrato Tradicional.

Considerando as métricas de desempenho utilizadas e o resultado gerado pelas mesmas, é cabível explicitar que algumas limitações acabaram se tornando intrínsecas a este estudo. A principal delas consiste na análise de risco e retorno de ações, uma vez que se trata de uma métrica bastante volátil e que incorpora diversos fatores e rumores de mercado ligados ao preço dos papéis das organizações. Uma medida de desempenho mais estável, como retorno sobre investimento (ROI) ou valor de mercado das companhias talvez pudesse amenizar o peso dos fatores externos. Uma segunda limitação estaria relacionada à não comparação do desempenho das empresas dentro da janela temporal do *impeachment* com o desempenho durante um outro período em que tal ocorrido não estivesse à tona, uma vez que isso poderia dar maior validade ao efeito da deposição de um presidente perante ao mercado.

Por fim, em linhas gerais, vale mencionar que esta pesquisa acaba sendo significativa frente aos diversos agentes tomadores de decisão no que tange ao mercado acionário. Considerando que se trata de um período recente e pouco explorado, os resultados se mostram bastante interessantes ao se ponderar risco, retorno e liquidez de acordo com a segmentação da B3 e se avaliar os desempenhos por setor; afinal, ainda que um *impeachment* seja considerado um momento mais atípico, não se pode negar as constantes instabilidades que permeiam os governos brasileiros.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, D. R. (2007). Governança reduz volatilidade? (Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro). Recuperado de [http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select\\_action=&co\\_obra=89044](http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=89044).
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. New York, NY: Transaction Publishers.
- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA. (2018). Segmentos de Listagem. Recuperado de [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).



- Carvalho, A. G. de. (2003). Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa: Trabalho preparado para a Bovespa. São Paulo, SP: [s.n.].
- Child, J. & Rodrigues, S. B. (2003). Corporate governance and new organizational forms: issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*. 7(4), 337-360. Recuperado de <https://link.springer.com/article/10.1023%2FA%3A1026210608769>.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM. (2002). Recomendações da CMV sobre Governança Corporativa. Recuperado de [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- Correia, L. F. & Amaral, H. F. (2006). Reflexão sobre as funções da governança corporativa. *Revista de Gestão - USP*, 13(1), 43-55. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36549>.
- Clemente, A. & Espejo, R. A. (2016). Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. *Revista de contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis - UERJ*, 21(2), 34-51. Recuperado de <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/view/2926>.
- Clemente, A., Matucheski, S. & Sandrini, J. C. (2009). Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008. *REBRAE – Revista Brasileira de Estratégia*, 2(2), 171-183. Recuperado de <https://periodicos.pucpr.br/index.php/REBRAE/article/view/13454>.
- Fernandes, N. A. C., Dias, W. O., & Cunha, J. V. A. (2010). Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBOVESPA. *Organizações em contexto*, 6(11), 22-44. Recuperado de <https://www.metodista.br/revistas/revistas-ims/index.php/OC/article/view/2679>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Recuperado de [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br).
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. (2018). Governança Corporativa. Recuperado de [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br).
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub>.
- Martins, V. A., Silva, R. L. M., & Nardi, P. C. C. (2006). Governança corporativa e liquidez das ações. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, 30. Salvador, BA: ANPAD.
- Nardi, P. C. C. & Nako, S. H. (2008). Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. *Revista*

Contabilidade Vista & Revista - UFMG, 19(2), 85-111. Recuperado de <http://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/355>.

Ribeiro, H. C. M., Costa, B. K., Ferreira, M. P., & Serra, B. P. C. (2012). Produção científica sobre os temas governança corporativa e stakeholders em periódicos internacionais. Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 36. Rio de Janeiro, RJ: ANPAD.

Quental, G. A. J. (2007). Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. (Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro).

Saito, R. & Silveira, A. D. M. Da. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. Revista de Administração de Empresas, 48(2), 79-86. Recuperado de [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902008000200007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000200007).

Silva, R. M. Da. Luz. (2010). Volatilidade dos retornos e governança: um estudo de eventos da crise do subprime. (Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Norte). Recuperado de <https://repositorio.ufrn.br/jspui/handle/123456789/12182>.

Silveira, A. D. M. (2002). Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. (Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo). Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>.

Silveira, A. D. M. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil (Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo). Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>.

Silveira, A. D. M. da. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.

Shleifer, A. & Vishny, R. A. (1997). A survey of corporate governance. Journal of Finance, 52(2), 737-783. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>.

Smith, C. (1976). Option pricing: a review. Journal of Financial Economics. 3(1/2), 3-52. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

Soares, C. (2008). A relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais brasileiro (Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná). Recuperado de <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/13865?show=full>.