



RGC, São Paulo, v. 6, n.2, dez. 2019
ISSN 2359-313X

Value Relevance e Práticas de Governança Corporativa das Empresas do Setor Financeiro da B3

Value Relevance and Corporate Governance Practices of Companies in the Financial Sector of B3

Leonardo Flach

E-mail: leonardo.flach@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Brasil.

R. Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n - Trindade, Florianópolis - SC,
CEP.: 88040-900

Luísa Karam de Mattos

E-mail: luisakmattos@gmail.com

Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Brasil.

R. Eng. Agrônomo Andrei Cristian Ferreira, s/n - Trindade, Florianópolis - SC,
CEP.: 88040-900

RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar o impacto das práticas diferenciadas de governança corporativa na explicação das variações do valor das empresas do setor financeiro da B3. Utilizou-se como lente teórica o value relevance da informação financeira e das práticas diferenciadas de governança corporativa exigidas pela B3. Como método de pesquisa, aplicou-se o método quantitativo de modelagem de regressão com dados empilhados, para um conjunto de empresas do setor financeiro, e dados entre os anos de 2015 e 2017. Os dados foram extraídos dos relatórios de administração, dos formulários de referência das empresas, e da base de dados do Economática. Por meio da investigação das práticas de governança corporativa exigidas pela B3 às empresas pertencentes ao Novo Mercado, e aplicação de modelo de regressão, os resultados demonstram que em média as empresas listadas no setor bancário, atenderam a minoria das práticas de governança, com exceções das reuniões públicas, divulgação adicional de informações e divulgação política de negociações de ações.

Palavras-chave: Governança corporativa. *Value Relevance*. Setor Financeiro.

ABSTRACT

This research aims to analyze the impact of differentiated practices of corporate governance in explaining the variations of the value of companies in the financial sector of Brazilian Stock Exchange - B3. The theoretical lens is based on the relevance of the financial information and the differentiated corporate governance practices required by B3. The research method comprises the quantitative method of panel data regression modeling, applied to a group of companies in the financial sector, and data were between the years 2015 and 2017. Data were extracted from the administration reports, references, and the Economática database. Through the investigation of the corporate governance practices required by B3 to the companies

belonging to the segment Novo Mercado, and the application of a regression model, the results show that, on average, the companies listed in the banking sector attended the minority of governance practices, with the exception of public meetings, additional disclosure of information and political disclosure of stock trading.

Keywords: Corporate governance. Value Relevance. Financial sector.

INTRODUÇÃO

O interesse pela governança corporativa aumentou com desencadeamento do clássico conflito de interesse entre o agente e principal, discutido pela teoria da agência. É uma questão amplamente difundida na academia, documentada em 1932, por Berle e Means (Souza, 2014).

A teoria de agência, de Jensen e Meckling (1976), é parte da literatura econômica que tem a argumentação de entender e compreender as causas e as consequências para as organizações da discordância sobre metas. Esta teoria embasa a ideia de que os indivíduos são limitados em sua racionalidade com diferentes e muitos interesses e que também são propensos a um oportunismo, o que pode implicar em dificuldade de gerência dos processos de Governança Corporativa.

Entretanto, a teoria de agência demonstra uma ideia inicial da fragilidade do ser humano, foi com esse tipo de fundamento que se criou um conjunto de boas práticas de governança corporativa. A prática de boa governança nas instituições tem o intuito de ser um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, diminuir a assimetria de informação existente entre agentes e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia (Vieira, 2004).

As pesquisas realizadas sobre avaliação de empresas utilizam variáveis financeiras e econômicas com o objetivo de analisar como se comporta o preço das ações, verificando, por meio de estudos estatísticos, se determinadas informações são relevantes para o mercado de capitais (Watts, 1990).

Os estudos sobre *value relevance* podem ser classificados como *marginal information content studies* (estudos de conteúdo informacional marginal), uma vez que investigam se determinado valor proporciona maior poder informacional aos investidores em relação às informações disponíveis. O interesse destes estudos é

avaliar se determinada informação está relacionada às alterações de preço dos ativos (Watts, 1990; Holthausen, 2001).

A proximidade da contabilidade com o *value relevance* da governança corporativa dissertando que, pode-se considerar como propósito central da contabilidade o fornecimento de informações relevantes aos seus usuários, no intuito de que possibilite a tomada de decisões adequadas, pois é por meio do processo de evidenciação que a contabilidade busca atender a seus usuários, à medida que os fatos econômicos úteis são divulgados de forma fidedigna, justa e plena, seguindo mecanismos contábeis uniformes e consistentes e em uma linguagem simples e que lhes seja acessível (Holthausen, 2001; Malacrida, 2005).

Diante do que foi exposto, este estudo visa responder à seguinte questão de pesquisa: Qual é o *value relevance* das práticas de governança corporativa na explicação do valor das empresas no Brasil? O objetivo geral desta pesquisa consiste, portanto, em analisar a relevância das práticas diferenciadas de governança corporativa da B3 na explicação das variações do valor das empresas.

Não obstante, no sentido da justificativa prática o estudo se mostra relevante, pois tem a premissa de analisar as informações que realmente são úteis para criação de valor de uma ação, embasando melhor o usuário dos dados, para a análise do mercado acionário. Para sustentar essa argumentação segundo Malacrida (2005), obtendo um maior nível de evidenciação por parte das empresas, independentemente da obrigatoriedade, é a esperada repercussão positiva dessas informações no Mercado de Valores Mobiliários, contribuindo para uma melhor avaliação financeira da empresa; entre outras repercussões positivas, citam-se: maior retorno, menor custo de captação e menor flutuação de seus preços de mercado.

A governança corporativa visa garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários. Em suma, a direção de uma empresa é obtida com maioria das ações, ou seja, 50% mais uma cota do direito de controle, porém, havendo representação por parte dos demais acionistas por meio de uma

governança corporativa é sinônimo de maior transparência e proteção aos acionistas minoritários, ou seja, proteção do valor da empresa por meio das boas práticas de governança corporativa, reduzindo o risco de alta volatilidade (Malacrida, 2005; Siqueira, 2007).

A justificativa desta pesquisa consiste na possibilidade de demonstrar a relevância de mensurar a informação, com relação ao seu nível de importância, para a formação de preço de uma ação e suas oscilações no mercado (Malacrida, 2005). Os princípios de boas práticas de governança corporativa deixam clara a premissa da importância da informação. Segundo Andrade (2006), os princípios são: a) Transparência (*disclosure*) - obrigação de disponibilizar todas as informações sobre desempenho financeiro e gerencial, e permitir o acesso a quaisquer informações para os indivíduos interessados, seja qual for a informação de interesse; b) Equidade (*fairness*) - Tratar de forma justa e igualitária todos os sócios, gestores, colaboradores e qualquer parte interessada (a sociedade em geral, clientes ou governo); c) Prestação de contas (*accountability*) - Prestar contas de todos os atos de atuação no mercado ou internamente, assumindo de forma integral todas as consequências correlatas aos atos ou às omissões; d) Responsabilidade corporativa (*sustainability*) - Zelar pela organização em termos de sustentabilidade, honestidade, hombridade e manutenção, visando à longevidade da empresa, promovendo a segurança dos colaboradores e participando ativamente de programas sociais e ambientais.

Esta pesquisa possui as seções compostas pela introdução, revisão da literatura, método de pesquisa, análise dos resultados e considerações finais. Na revisão da literatura, são abordados os aspectos conceituais e resultados dos estudos de governança corporativa, o *value relevance* da informação financeira. Deste modo, os resultados desta pesquisa trazem inovação, porque a pesquisa de práticas de governança corporativa no segmento de bancos é peculiar, já que a maioria dos estudos científicos exclui, não somente esse segmento, mas todo o setor financeiro, em virtude de suas particularidades operacionais e regulatórias.

GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma análise das razões que vieram a ditar a necessidade dos sistemas de governança corporativa permite maior compreensão do tema. Jensen e Meckling (1976), para embasar suas pesquisas sobre comportamento gerencial e custos de agência, focaram na divergência entre propriedade e gestão e os conflitos inerentes a essa relação.

Dos diretores das empresas, sendo gestores de recursos de terceiros e não de recursos próprios, não se pode esperar que cuidassem do negócio com a mesma vigilância ansiosa que os sócios de uma sociedade limitada usualmente dedicam aos seus próprios negócios. Como administradores a serviço de grandes acionistas, eles facilmente deixam de prestar atenção a pequenos problemas, colocam interesses pessoais à frente dos da empresa, negligência e extravagância; portanto, tendem a prevalecer na gestão dos assuntos de uma companhia desta natureza (Smith, 1838; Jensen & Meckling, 1976).

Há diversas vertentes que tentam explicar a Governança Corporativa, os quais convergem para uma espécie de sistema, conjunto de mecanismos ou estrutura de poder pela qual as corporações ou organizações são dirigidas, monitoradas ou controladas, e que, para tanto, deve especificar os direitos e as responsabilidades entre os diversos atores envolvidos na geração de valor. Esses atores são os acionistas ou cotistas, o conselho de administração, a diretoria executiva, o conselho fiscal e a auditoria independente (Freitas, 2017).

Trazendo a linha de raciocínio para o âmbito nacional, no Brasil o grande conflito de agência é entre o acionista controlador e o acionista não controlador, devido à grande concentração de ações com direito a voto e a outros aspectos do modelo de governança corporativa das empresas brasileiras. Os controladores exercem grande influência sobre os gestores, convivendo-se, sobretudo, com situações em que aqueles se tornam também gestores. Apesar disso, as ações sugeridas anteriormente para acompanhar as decisões dos gestores também podem ser aplicadas com o intuito de eliminar o risco de expropriação de riqueza dos

acionistas não controladores. Esses custos incorridos pelos acionistas estão associados à adoção de práticas de governança corporativa, ou, em outras palavras, a governança corporativa é uma forma de diminuir os custos decorrentes do problema de agência (Okimura *et al.*, 2007)

É de suma importância comparar os problemas de agência do Brasil com a maior potência econômica do mundo, já que há diferença entre os problemas de governança corporativa no Brasil e nos Estados Unidos da América. No país norte-americano, a estrutura de propriedade é menos concentrada. Ou seja, há maior dispersão na quantidade de ações para cada investidor. Isto é diferentemente no Brasil, onde há elevada concentração na propriedade de ações, com forte presença do acionista controlador.

No Brasil, um dos grandes desafios é proteger os acionistas minoritários por meio de maior transparência e aumentar a participação dos acionistas minoritários nas decisões tomadas pelos controladores. O que seria feito seria pela adesão a mecanismos de resolução de conflitos, como a Câmara de Arbitragem, ou pela participação no Conselho de Administração (Silveira, 2006).

Os níveis de governança corporativa foram criados, no Brasil, para conter uma perda de volume de negócios para outros mercados, pois se acreditava que essa perda estaria relacionada à fraca proteção aos acionistas minoritários (Silveira, 2006; Black, 2014).

Tavares (2017) explica que no Brasil há uma divisão de segmentos de governança corporativa. O segmento Novo Mercado (NM) representa o grupo de empresas com elevado grau de governança, o N2 corresponde ao grupo do grau médio de governança e o N1 representa o grupo com empresas com baixa governança corporativa. Lançado no ano de 2000, o Novo Mercado estabeleceu, desde sua criação, um padrão de governança corporativa diferenciado. É nesse segmento que estão as empresas com padrão mais elevado de governança. Apesar de ter sido lançado em 2000, a primeira listagem só foi realizada em 2002. A partir de então, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que

adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente (B3, 2018).

VALUE RELEVANCE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Holthausen (2001), as pesquisas sobre *value relevance* podem ser classificadas como estudos de conteúdo informacional marginal, sendo que relacionam se determinado valor proporciona maior poder informacional aos investidores em relação às informações disponíveis. O interesse é avaliar se determinada informação está relacionada às alterações de preço dos ativos. Neste sentido, assumem a Hipótese de Mercados Eficientes – HME – (FAMA, 1970) ao considerarem que todas as informações relevantes são absorvidas pelo mercado de capitais. Do mesmo modo, pressupõe-se que boas práticas de governança corporativa têm um impacto positivo em determinadas informações financeiras, como o valor de mercado. (Martins; Machado; Machado, 2013). Diversas pesquisas científicas já demonstraram a relação entre práticas de governança e desempenho (Okimura, 2003; Fernandes, Dias e Cunha, 2010; Ferreira, 2013).

Há também a linha de estudos que relacionou a assimetria de informações ao aumento do custo de capital e, conseqüentemente, à queda de valor da empresa. Desde a discussão entre a teoria tradicional, que defende a existência de uma estrutura de capital ótima que leva à maximização do valor da empresa, e a proposta por Modigliani e Miller (1958), que considera que o valor da empresa não é afetado pela forma como ela é financiada, diversos estudos empíricos têm sido realizados com o objetivo de identificar os fatores que explicam a forma como as empresas se financiam (Titman, Wessels, 1988, Perobelli, Famá, 2002; Aguiar; Corrar; Batistella, 2004; Brito; Corrar; Donizete; Batistella, 2007).

De acordo com Milgron e Roberts (1992), a assimetria de informações pode

ser exemplificada como um momento no qual uma das partes da transação não possui toda a informação relevante necessária para averiguar se os termos do contrato que está sendo proposto são mutuamente aceitáveis e se serão efetivados. Devido a este fato, transações vantajosas para uma única parte podem ser desfeitas, evitando custos elevados e resguardando a parte afetada de um eventual comportamento oportunista.

Os problemas de assimetria de informação existentes entre empreendedores e prováveis investidores podem destruir o financiamento de projetos altamente produtivos, o que faz com que esses recursos sejam direcionados para projetos menos produtivos. Já os riscos éticos são os riscos que tem origem do interesse próprio dos agentes, que acabam enganando os principais em benefício próprio (Milgrom & Roberts, 1992; Carvalho, 2002).

Dado o valor de relevância que as informações financeiras possuem diante o mercado de capitais, considera-se também importante a análise da participação ativa das práticas de governança corporativa das companhias, visto representarem instrumentos capazes de reduzir os conflitos. É nesse contexto que se apresenta esta pesquisa, que busca analisar a relevância da informação no mercado de capitais, especialmente no que tange às práticas diferenciadas de governança corporativa exigidas pela B3, para listagem das empresas em seus níveis diferenciados (Martins, 2014).

Hendriksen (1999) explica que informações assimétricas são a base do conflito de agência. Os autores apontam, ainda, que esses pontos não estão relacionados apenas aos custos de agência, dando espaço a argumentação que a assimetria informacional e os riscos morais são fatores de forte influência nos custos de transação como um todo. O problema de agência está fundamentado na questão da informação assimétrica, um problema causado por informações incompletas, em que nem todos os estados são conhecidos por ambas as partes e, assim, certas consequências não são por elas consideradas.

Em suma, o risco gerado pela informação assimétrica é que em tais negociações, os investidores desinformados reduzem o preço que estão dispostos a pagar por um título e/ou elevam o preço exigido para vendê-la, causando

alargamento na diferença entre os preços de oferta e procura das ações da empresa, denominado *bid-ask spread* (Verrecchia, 2001).

METODOLOGIA

Nesta pesquisa, aplicou-se o método quantitativo de modelagem de regressão com dados empilhados, para um conjunto de empresas do setor financeiro. Para a realização deste estudo foi estabelecida uma amostra composta pelas empresas integrantes do setor de bancos da B3, no qual são listadas 24 empresas, ao longo dos anos de 2015 a 2017.

As informações referentes ao cumprimento das práticas de governança corporativa foram obtidas a partir dos respectivos formulários de referência obtidos nos sítios das empresas ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados relativos ao valor de mercado das empresas foram extraídos da base de dados da Economática, tendo como parâmetro o preço de fechamento de suas ações no último dia útil de cada ano. Com isso, os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas e analisados com o auxílio do *software* estatístico Stata.

Para investigar a possível influência no valor de mercado (variável dependente) das empresas pelas práticas diferenciadas de governança corporativa (variáveis independentes) foi realizada uma análise de uma regressão linear múltipla, utilizando dados empilhados, com o objetivo de explicar a relação existente entre as variáveis.

Utilizou-se como base para identificar a utilização das práticas diferenciadas de governança corporativa por parte das empresas as práticas exigidas pela B3 para as empresas do Novo Mercado, que são consideradas as melhores práticas de governança corporativa, conforme resumido no Quadro 2.

Para classificar se as companhias adotam ou não cada prática de governança acima, utilizou-se na análise de regressão um conjunto de variáveis binárias (*dummies*), atribuindo-se 1 para aquelas empresas que atenderam

determinada prática e 0 para as empresas que não. Para verificar se a regressão estimada não era espúria, foi analisada a existência de autocorrelação, de heterocedasticidade, como também a significância da regressão e seu coeficiente de determinação, todos a um nível de significância de 5%. Com isso, pôde-se verificar que a regressão não era espúria.

Ademais, destacam-se as limitações deste estudo. Por um lado, a amostra utilizada, que concentra apenas as empresas do setor bancário. Por outro lado, os modelos estatísticos utilizados, que representam apenas uma aproximação de uma complexa realidade. Portanto, seus resultados não devem ser estendidos a todo o mercado brasileiro, limitando-se à amostra utilizada durante o período analisado. Todavia, atenta-se que tais limitações não invalidam o estudo. No Quadro 1 são apresentadas as práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

Quadro 1. Práticas diferenciadas de governança corporativa

Mínimo de 25% de free float
Esforço de dispersão acionária
Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e cláusulas péticas
Mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos)
Vedação à acumulação de cargos
Divulga política de negociação de ações
Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos
Divulgação adicional de informações
Concessão de <i>tag along</i> de 100% para ações ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado

Fonte: Adaptado de B3 (2018).

ANÁLISE DOS DADOS

Por meio da investigação das práticas de governança corporativa exigidas pela B3 às empresas pertencentes ao Novo Mercado, pode-se observar que, de acordo com a Tabela 1, em média as empresas listadas no setor bancário nos anos de 2015 a 2017 atenderam a minoria das práticas de governança, com exceções, das reuniões públicas anualmente, divulgação adicional de informações e divulgação

política de negociações de ações.

Os resultados apontam ainda que a prática D (Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”) também não possui um número considerável de adesões, sendo essa prática, a menos comum dentro da amostra analisada com apenas 5 empresas efetivamente correspondendo a essa exigência, dentre os anos de 2015 a 2017.

As demais práticas, como se pode observar na Tabela 1, são adotadas por menos de 50% das empresas. Dentre estas, as práticas menos adotadas no período observado são: as práticas de mínimo de 25% de *free float*), de esforço de dispersão acionária), mínimo de 5 membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos), com uma adesão de 25% 21%, com exceção de 2017, e 21%, com exceção de 2017 com 25%, respectivamente. No geral, os resultados refletem as características do mercado brasileiro, como: concentração de controle nas mãos de poucos investidores, isso comprova a pequena parcela de empresas que aderem o *free float* de 25%, alto índice de emissão de ações preferenciais e fraca proteção aos investidores minoritários, que não são observadas em mercados desenvolvidos.

Tabela 1. Adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa, entre 2015 e 2017.

Práticas de governança corporativa	2015		2016		2017	
	N	%	N	%	N	%
Mínimo de 25 de <i>free float</i>	6	25	6	25	6	25
Esforço de dispersão acionária	5	21	5	21	7	29
Limitação de voto inferior a 5 do capital, quórum qualificado e cláusulas pétreas	5	21	5	21	5	21
Mínimo de 5 membros no conselho (20 independentes com mandato unificado de até 2 anos)	5	21	5	21	6	25
Vedação à acumulação de cargos	6	25	6	25	6	25
Divulga política de negociação de ações	14	58	12	50	20	83
Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês	10	42	10	42	10	42
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	18	75	20	83	22	92
Divulgação adicional de informações	15	63	16	67	18	75
Concessão de <i>tag along</i> de 100 para ações ON	5	21	7	29	6	25
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	6	25	6	25	6	25
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	5	21	5	21	5	21

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

A adoção de determinadas práticas por parte das empresas não listadas no nível mais elevado de governança corporativa (Novo Mercado) ocorre de forma facultativa por essas empresas. Isto justifica o fato de as empresas não estarem nesse segmento, mas atenderem a cada uma dessas práticas.

A falta de interesse entre o setor bancário da B3 é claro. Segundo a pesquisa feita entre os anos de 2015 a 2017, durante a coleta de dados, apenas uma empresa demonstrou aderir ao Novo Mercado (nível mais alto de governança corporativa).

Na Tabela 2, demonstra-se que das três empresas mais líquidas de 2017, apenas o Itaú Unibanco aderiu a prática mais rigorosa de governança corporativa, dando a entender que esse setor está “indo contra a maré” das empresas mais líquidas, e não se preocupando quanto ao assunto governança corporativa. Isto demonstra que poucas empresas do setor bancário aderiram aos pré-requisitos básicos para fazer parte do novo mercado.

Tabela 2. Três empresas mais líquidas em 2017

Empresa	Segmento de listagem
Petrobrás	Novo Mercado
Itaú Unibanco	Nível 1
Vale	Novo Mercado

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

Contudo, a Tabela 3 reforça o argumento de que as empresas bancárias faltam com interesse no que tange as práticas mais rigorosas de governança corporativa, Novo Mercado, sendo que das empresas mais líquidas do setor bancário, apenas uma segue esse modelo. Dentre a amostra de 26 empresas do setor o Banco do Brasil é o único que seguiu o Novo Mercado.

Tabela 3. Três empresas mais líquidas no setor bancário 2017

Empresa	Segmento de listagem
Itaú Unibanco	Nível 1
Bradesco	Nível 1
Banco do Brasil	Novo Mercado

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

Na Tabela 4 são apresentados os resultados da modelagem de regressão

para a variável dependente valor de mercado, entre 2015 e 2017.

Tabela 4. Resultados da modelagem de regressão para a variável dependente valor de mercado, entre 2015 e 2017

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
const	15,5133	11,4174	1,359	0,2164
Mínimo de 25 de free float	8,15936	27,2252	0,2997	0,7731
Esforço de dispersão acionária	-16,2450	15,8146	-1,027	0,3385
Limitação de voto inferior a 5	10,6025	22,8347	0,4643	0,6565
Vedação à acumulação de cargos	-8,97564	12,5555	-0,7149	0,4978
Divulga política de negociação de ações	6,12909	12,3117	0,4978	0,6339
Demonstrações financeiras traduzidas para o inglês	11,5698	18,4264	0,6279	0,55
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	-3,76736	16,5636	-0,2274	0,8266
Divulgação adicional de informações	-10,4692	11,0805	-0,9448	0,3762
Concessão de tag along de 100 para ações ON	-6,84582	14,3577	-0,4768	0,648

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados da pesquisa.

Para investigar a relação existente entre as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias com seu valor de mercado, foi estimada uma regressão linear múltipla. Para assegurar que a regressão não fosse espúria, foram examinadas a existência de autocorrelação, de heterocedasticidade e de multicolinearidade, como também a significância e o coeficiente de determinação da regressão.

A partir dos resultados da regressão da tabela 4, pode-se observar que as 9 variáveis independentes não apresentam significância estatística, sendo que todas elas não chegaram ao nível de confiança de 80, indicando fraca influência sobre as variações do valor de mercado das empresas.

Silva (2015), que usou a mesma metodologia de coleta de dados e análise de resultados, com a diferenciação de amostra, como principais resultados, encontrou que 6 das 13 variáveis explicativas estiveram relacionadas de forma significativa com o valor de mercado das empresas. As práticas que se destacaram foram: esforço de dispersão acionária; limitação de voto inferior a 5 do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”; mínimo de 5 membros no conselho (20 independentes com mandato unificado de até 2 anos) que revelaram uma relação negativa e não esperada; demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; oferta

pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico; adesão à câmara de arbitragem do mercado, que apresentaram uma relação positiva e esperada, conforme a literatura. Com isso, verifica-se que tais práticas são refletidas no valor de mercado das empresas, seja positiva ou negativamente, inferindo-se que possuem *value relevance*.

Comparando os dois estudos fica claro que a composição do valor de mercado da ação na amostra de Silva teve significância estatística, pois as empresas praticavam, em mais de 80%. Os cálculos para chegar nessa porcentagem foram a média dos dados analisados no estudo de Silva (2015), os pré-requisitos básicos para aderirem ao novo mercado. Entretanto, a amostra analisada nesse estudo teve um resultado abaixo dos resultados da pesquisa de Silva (2015), com apenas 37% das práticas analisadas.

Portanto os argumentos apresentados dão embasamento para que se comprove que a correlação das variáveis com o valor de mercado tem significância estatística, se as empresas cumprirem os pré-requisitos propostos nesse estudo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve a premissa de verificar a relevância das práticas diferenciadas de governança corporativa da B3 na explicação das variações do valor das empresas, cotação referentes ao fechamento dos preços das ações anualmente. Para isso, foi estimada uma regressão linear múltipla, onde se utilizou como variável dependente o preço das ações e como variáveis independentes as práticas diferenciadas de governança corporativa. Nesse contexto, apesar do crescente número de pesquisas realizadas abordando a governança corporativa e da relativa escassez de estudo que a relacionem ao valor de mercado das companhias, esse estudo apresenta uma contribuição à literatura de finanças ao relacionar a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa às variações do valor de mercado das empresas, apoiando-se em uma literatura sobre o *value relevance*.

Por meio da investigação das práticas de governança corporativa exigidas

pela B3 às empresas pertencentes ao Novo Mercado, pode-se observar que, de acordo com a Tabela 1, em média as empresas listadas no setor bancário nos anos de 2015 a 2017 atenderam a minoria das práticas de governança, com exceções, das reuniões públicas anualmente, divulgação adicional de informações e divulgação política de negociações de ações.

Os resultados apontam ainda que a prática D (Limitação de voto inferior a 5 do capital, quórum qualificado e cláusulas péticas) também não possui um número considerável de adesões, sendo essa prática, a menos comum dentro da amostra analisada com apenas 5 empresas efetivamente correspondendo a essa exigência, dentre os anos de 2015 a 2017.

As demais práticas são adotadas por menos de 50% das empresas. Dentre estas, as práticas menos adotadas no período observado são: mínimo de 25% de *free float*); esforço de dispersão acionária; mínimo de 5% membros no conselho (20% independentes com mandato unificado de até 2 anos).

No geral, os resultados refletem as características do mercado brasileiro, como: concentração de controle nas mãos de poucos investidores, isso comprova a pequena parcela de empresas que aderem o *free float* de 25%, alto índice de emissão de ações preferenciais e fraca proteção aos investidores minoritários, que não são observadas em mercados desenvolvidos.

Nesta modelagem de regressão, encontrou-se que todas as 9 variáveis explicativas não estiveram relacionadas de forma significativa com o valor de mercado das empresas. Foi constatado que isso ocorreu pelo baixo aproveitamento do setor bancário em função das variáveis analisadas. Com somente uma média de 37 das práticas eram efetivamente executadas. Dando embasamento para a conclusão que quando o setor não cumpre os pré-requisitos básicos para ingressar o novo mercado, a significância estatística desaparece nessa metodologia de estudo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguiar, A. B.; Corrar, L. J.; Batistella, F. D. (2004). Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP*, 39(4), pp. 338-347.
- Andrade, A.; Rossetti, J. P. (2006). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas.
- B3. *Segmentos de listagem*. Disponível em:
http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem. Acesso em 10 junho 2018.
- Black, Bernard S.; Carvalho Antonio Gledson, Sampaio, Joelson Oliveira. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20(1), pp. 176-195.
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), pp. 9-19.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, São Paulo, 37(3), pp. 19-32.
- 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 B3. *Revista Organizações em Contexto*, 6(11), pp. 22-44.
- Ferreira, R. N., Santos, A. C., Lopes, A. L. M., Nazareth, L. G. C. N., Fonseca, R. A. F. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *Rev. Adm. Mackenzie*, 14(4), pp. 134-164.
- Freitas, George Alberto; Silva, Emanuela Mota; Oliveira, Marcelle Colares; Cabral, Augusto César de Aquino; Santos, Sandra Maria. (2018). Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos Listados na B3 em Ambiente de Crise Econômica. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), pp. 100-119.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. 5ª. ed. São Paulo: Atlas.
- Holthausen, R. W.; Watts, R. L. (2001). The Relevance of *Value relevance* Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 1(31), pp. 3-75.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estruturas de propriedade. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, 48(2), pp. 87-124.
- Malacrida, Mara Jane Contrera; Yamamoto, Marina Mitiyo. (2006). Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do

- Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(n. spe), pp. 65-79.
- Martins, O. S.; Paulo, E. (2014). Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), pp. 33-45.
- Milgron, P; Roberts, J. (1992). *Economics, organization & management*. New Jersey: Prentice Hall.
- Modigliani, F.; Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- Okimura, R. T.; Silveira, A. M.; Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), pp. 119-135.
- Perobelli, F.F.C.; Famá, R. (2002). Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. *RAUSP*, 37(3), pp. 9-19.
- Silva, Carla Caroline Santos; Martins, Orleans Silva. (2015). Valor e práticas de governança corporativa das empresas listadas na B3. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(3), pp. 26-41.
- Silveira, Alexandre Di Miceli. (2006). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. *Tese de Doutorado* (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo.
- Sirqueira, Aieda Batistela. (2007). Governança Corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno das boas práticas de governança. *Dissertação* (Mestrado em Engenharia de Produção). Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo. 2007.
- Smith, Adam; McCulloch, John Ramsay. (1838). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. A. and C. Black and W. Tait: England, 1838.
- Souza, Igor Bernardi; Kloeckner, Gilberto de Oliveira. (2014). A governança corporativa influencia a eficiência das empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 25(65), 2014.
- Titman, S., Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19.
- Verrecchia, Robert E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180.
- Vieira, Solange Paiva, Mendes, André Gustavo Salcedo Teixeira. (2006). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, 2(3), pp. 48-67.