

A ADESÃO AO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA IMPLICAÇÃO NO RETORNO E RISCO DAS AÇÕES

Bianka Vieira Venâncio

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia

Camila Moraes de Ataides

Mestranda em Ciências Contábeis na Universidade Federal de Uberlândia

Lísia de Melo Queiroz

Doutora em Administração pela FEA/USP – RP

Resumo

Em busca de maiores retornos e menores riscos em seus investimentos, os investidores procuram, cada vez mais, empresas que demonstrem transparência nas informações. Visando atender a proteção dos investidores frente às decisões estratégicas, surge a Governança Corporativa como um conjunto de normas que regem a gestão das empresas. O objetivo deste estudo consistiu em identificar se a adesão ao nível mais básico de Governança Corporativa das empresas brasileiras listadas na B3 (Nível 1) afeta significativamente o risco e o retorno das ações brasileiras. Analisou-se o período antes e após a data de adesão destas empresas ao Nível 1 de Governança Corporativa. Este trabalho pode ser classificado como um estudo aplicado, quantitativo, descritivo e ex-post-facto. Para alcance dos objetivos, utilizou-se uma amostra de 13 empresas. Os resultados encontrados demonstraram que não houve diferenças significativas antes e após a adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa para a variável retorno. Porém, para os riscos analisados (Beta e Desvio-Padrão), apresentaram-se diferenças significativas, conforme os cálculos estatísticos. As principais conclusões do estudo são: (i) o retorno das ações não é sensível à adesão ao nível mais básico de Governança Corporativa, (ii) o risco das ações, sob as proxies Beta e Desvio Padrão, foi afetado após a adesão das empresas ao nível mais básico de governança corporativa da B3.

1 Introdução

Com a complexidade dos negócios e da administração das organizações, Berle e Means (1932) foram os pioneiros na discussão dos benefícios e custos potenciais na separação entre propriedade e controle já vigente em algumas corporações. Em consonância, Jensen e Meckling (1976) também apontavam para uma separação entre a gestão e a propriedade das empresas, uma vez que os proprietários, ou acionistas, passaram a delegar as funções de gestão das organizações aos agentes, ou executivos. Essa separação proporcionou uma série de questões organizacionais voltadas à necessidade de alinhamento dos interesses dos envolvidos, que por muitas vezes são verificados como conflitantes.

Para implementar mecanismos, estruturas e incentivos que compõem o sistema de controle de gestão, surge a Governança Corporativa (MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004, p. 9). Assim sendo, a Governança Corporativa pode ser definida como um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão (MARTINS; ANDRADE; ROSSETI, 2005, p. 25).

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2019), “a Governança Corporativa auxilia a decisão de investimentos, pois dá aos acionistas a possibilidade de verificar as formas de atuação dos gestores e o desempenho da empresa”. Os princípios básicos que regem a Governança Corporativa e auxiliam na maior confiabilidade no processo estratégico da empresa são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (B3, 2019).

Em meados dos anos 90, com o início das privatizações e abertura do mercado nacional, os acionistas brasileiros começaram a se preocupar com boas práticas de gestão para garantirem maiores retornos sobre os investimentos (IBGC, 2019). Nesse contexto, em 2000, a B3, antiga BM&FBovespa, criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) para as empresas que possuem ações negociadas na bolsa. Neste momento, os NDGC possuíam três classes: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A partir de 2005, duas classes integraram os NDGC: Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. O objetivo da implantação destes dois níveis é fornecer ao mercado de ações brasileiro desenvolvimento que visam o crescimento de pequenas e médias empresas (B3, 2019).

O propósito da criação dos Níveis Diferenciados, segundo o IBGC (2019), é transmitir aos acionistas a confiança de que as ações das empresas listadas nos níveis diferenciados estarão expostas a um menor risco, proporcionando benefícios como a maior liquidez das ações, redução dos custos de captação, maior segurança aos investidores e até uma melhor imagem institucional da empresa.

Nesse sentido o problema de pesquisa que se propõe é: qual é o impacto no risco e retorno das ações de empresas brasileiras que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa? Nesse ponto de vista, o objetivo desse estudo é identificar se a adesão ao nível mais básico de Governança Corporativa das empresas brasileiras listadas na B3 afetam significativamente o risco e o retorno das ações brasileiras. A fim de analisar esse fato, o estudo propõe replicar o trabalho de Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012), contendo o mesmo parâmetro adotado em fins de cálculo.

A contribuição deste estudo se abrange à complementação da literatura, visto que foi ampliado o prazo de análise. Da mesma forma, este estudo pode proporcionar aos profissionais o conhecimento do impacto da aderência de boas práticas de governança sobre a empresa e seus investidores.

A importância da temática é que o estudo de risco e retorno auxilia na compreensão de aspectos da Governança Corporativa por parte dos investidores, que geralmente esperam que as boas práticas de gestão garantam um retorno superior ao custo de capital. Portanto, a relevância deste estudo é demonstrar como a adesão ao Nível 1 afeta o risco e retorno das ações das empresas brasileiras listadas nesse segmento num longo período de tempo.

Este artigo está subdividido em 5 seções, sendo a primeira esta Introdução ao tema, seguida pelo Referencial Teórico que trará embasamento à pesquisa. Em seguida, têm-se os Aspectos Metodológicos do trabalho e a Análise dos Resultados encontrados pelos autores. Por fim, apresenta-se as Considerações Finais deste estudo.

2 Referencial Teórico

2.1 Governança Corporativa e seus Níveis Diferenciados

Ao longo do século 20 a economia dos países tornou-se cada vez mais marcada pela integração, às mudanças do comércio internacional e pela expansão das transações financeiras em escala global. Nesse contexto de transformações e crescimento das atividades econômicas, tornou-se necessário uma readequação da estrutura de controle, decorrente da separação entre proprietários e gestores. Assim surgiu a Governança Corporativa, sobre a qual as empresas buscam monitoramento e incentivos entre sócios e administradores, com o propósito de alinhamento de interesses (IBGC, 2019).

Nesse ambiente, a divulgação de informações pelas empresas se torna fundamental para seus usuários no processo de tomada de decisões. Sendo assim, a evidenciação completa, clara e objetiva possibilita um maior grau de confiabilidade e segurança para esses usuários (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Para Man e Macris (2015), o conceito de Governança Corporativa está relacionado à ética com suas duas partes inseparáveis: responsabilidade e transparência. Sendo assim, para os autores, Governança Corporativa tem sua origem no termo *accountability*, ou seja, a obrigação permanente de contabilizar de forma precisa e controlável as ações realizadas para governar uma organização responsável perante seus acionistas aos outros *stakeholders*. Segundo Martins, Andrade e Rosseti (2005, p. 25), a Governança Corporativa pode ser definida como “o conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas”.

Conforme mencionado por Grün (2005, p.68), os pilares da Governança Corporativa são “respeito aos direitos dos acionistas minoritários, transparência nos procedimentos das empresas e possibilidade de aquisição do controle acionário das empresas através da compra de suas ações no mercado financeiro”. Segundo o IBGC (2019), os pilares da Governança Corporativa garantem aos sócios e proprietários a conciliação de ideias, facilitando os resultados para ambos e contribuindo para uma qualidade da gestão da organização.

No ano 2000, a bolsa de valores brasileira, hoje conhecida por B3, lançou os NDGC, que se distinguem do Mercado Tradicional de Capitais, pois nesses níveis são negociadas as ações de empresas que apresentam bons indicadores de governança. O mercado diferenciado está subdividido em 3 níveis, sendo: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Quanto mais próximo do Novo Mercado, melhores os mecanismos de governança das empresas (LIMA et al., 2015).

O mercado de capitais desenvolve-se à medida que os países investem em maior proteção aos seus investidores (SILVA; NARDI; PIMENTA JÚNIOR, 2012). Desta forma, para Antonelli

et al. (2018), a adesão aos NDGC incentiva a expansão da evidenciação das informações para os usuários externos, diminuindo a percepção de risco do investidor.

Conforme a B3 (2019), os NDGC foram criados para segmentar as empresas em diferentes perfis, de forma a proporcionar interesses comuns aos sócios e o crescimento da empresa. A boa Governança Corporativa contribui para um desenvolvimento econômico sustentável e proporciona melhorias no desempenho das empresas. Para adesão aos NDGC, a B3 (2019) descreve algumas exigências, conforme Quadro 1 abaixo:

Quadro 1: Exigências e diferenças entre os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Ofer ta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: B3 (2019).

De acordo com Silva et al. (2016), a adesão aos NDGC proporciona uma melhora da imagem institucional, maior demanda de ações, valorização das ações, menor custo de capital, maior grau de proteção aos acionistas não majoritários, entre outros. As companhias que aderem ao Nível 1 comprometem-se, em geral, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária (CAIXETA; MARTINS, 2016).

O segmento escolhido para esse artigo foi o Nível 1 que, de acordo com a B3 (2019), possui menos exigências para sua aderência, e sua importância consiste no primeiro passo para a adoção aos padrões diferenciados de Governança Corporativa. Mesmo sendo o primeiro nível, as empresas buscam padrões diferenciados para proteção aos investidores minoritários, com maior transparência e evidenciação das informações contábeis. Portanto, esse segmento foi analisado no intuito de verificar se os acionistas das empresas abrangidas no Nível 1 estão alcançando o retorno esperado e se a adesão a esse nível de Governança altera as incertezas (riscos) quanto a esse retorno.

2.2 Risco e Retorno

A diversificação de investimentos reduz o risco de uma carteira de ativos e deve ser considerada na decisão de alocação de um investidor (CARVALHO; MAIA; BARBEDO, 2012). Para tanto, Macedo, Mello e Tavares Filho (2006, p. 5) afirmam que “uma carteira é todo um conjunto de ativos financeiros. Sua lucratividade total é formada pela soma dos

retornos de cada ativo ponderada pela participação de seu valor em relação ao total do portfólio”. Portanto, para Duarte Júnior (2001), o retorno de uma ação é compreendido como a avaliação de capital ao final do investimento.

Existem incertezas associadas ao retorno que efetivamente será obtido ao final do período de aplicação. Qualquer desvio numérico dessa incerteza pode ser considerado um risco (DUARTE JÚNIOR, 2001). Dois tipos de risco podem afetar uma carteira de ações, o risco sistemático e o não sistemático. O risco sistemático é aquele que é afetado por diversos fatores macroeconômicos, como a taxa de juros, câmbio e outras variáveis que afete a economia como um todo. Já o risco não sistemático é aquele que depende de fatores específicos que afetam uma empresa, e não de variáveis econômicas (TOLEDO; PAMPLONA, 2006).

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) definem o risco sistemático ou de mercado como aquele que não pode ser extinto por meio de estratégias de diversificação de carteira, já o risco não sistemático ou específico com o respectivo ativo financeiro. Somando o risco sistemático e o risco não sistemático, resulta-se no risco total de uma carteira, conforme fórmula abaixo:

$$\text{Risco total da carteira} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco Não Sistemático}$$

As equações 1, 2 e 3 evidenciam, respectivamente, as fórmulas para cálculo do retorno, do risco sistemático e do risco total, e podem ser retiradas do software Economática.

Retorno:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Sendo:

- $R_{i,t}$ = taxa de retorno efetiva, esperada ou exigida durante o período t.
- $P_{i,t}$ = preço do ativo no tempo t.
- $P_{i,t-1}$ = preço do ativo no tempo t – 1.

Risco Sistemático:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_{i,t}, R_{M,t})}{\text{Var}(R_{M,t})}$$

Sendo:

- β = beta da empresa;
- $\text{Cov}(R_{i,t}, R_{M,t})$ = covariância do ativo i com a carteira de mercado na data t;
- $\text{Var}(R_{M,t})$ = variância da carteira de mercado.

Risco Total:

$$DP = \sqrt{\frac{\sum(R_i - R)^2}{(n-1)}}$$

Sendo:

- DP = Desvio Padrão;

- R_i = retorno do ativo i ;
- R = retorno médio;
- n = número de observações.

Estas formulações são utilizadas neste trabalho visando atingir o objetivo da pesquisa.

2.4 Pesquisas anteriores

As pesquisas realizadas têm o objetivo de explicar a importância da Governança Corporativa para o desenvolvimento do mercado de capitais e, como ela, em tempos de crescimento da economia, influencia a gestão das empresas. Além disso, as pesquisas objetivam verificar se a adesão aos NDGC impactou no retorno e risco de suas ações.

Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) objetivaram analisar as variações significativas no risco em relação às empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sob a ótica do investidor. Para análise, utilizaram o teste-t e o teste de *Wilcoxon* para duas amostras emparelhadas, com o método “antes e depois” da adesão das companhias aos NDGC. Foram coletados dados no período de quatro anos, sendo dois anos antes e dois depois da adesão. Os resultados encontrados mostraram que não há evidências que a adesão aos NDGC altere significativamente o risco das ações das empresas.

Nardi e Nakao (2008, p.1) verificaram o impacto da adesão aos NDGC sobre a imagem institucional das companhias para os *shareholders* e para os *stakeholders*, segundo a percepção da própria empresa. Os autores se basearam nas respostas de questionários enviados por *e-mail* ao departamento de Relações com Investidores das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. A partir desta pesquisa, foi possível constatar que a adesão aos níveis afeta a empresa através de sua imagem institucional.

Camargos e Barbosa (2010) analisaram se a adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações no mercado ocasionou mudanças significativas no retorno acionário anormal e na liquidez. A análise foi feita em uma amostra de ações preferenciais (32 empresas), segmentada para os Níveis 1 e 2, e em outra de ações ordinárias (17 empresas). Os principais resultados constatarem que a adesão aos NDGC não resultou na criação de riqueza para os acionistas no período analisado, mas resultou no aumento da liquidez, principalmente em longo prazo, tanto para as ações preferenciais como para as ordinárias. Quanto à adesão ao Nível 2, não houve impacto maior sobre a liquidez, se comparada à adesão ao Nível 1.

Colombo e Galli (2012) buscaram analisar eventuais relações no retorno das ações à aderência aos níveis de Governança Corporativa do mercado de ações brasileiras. Foram coletadas 20 amostras de ativos no que tange ao retorno e preço das ações. A pesquisa apresentou como resultado que a migração aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 não ocasionou efeitos positivos no dia em que foi verificado.

Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012) objetivaram verificar se a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F BOVESPA, atual B3, impacta no risco e no retorno dos preços de fechamento de suas ações. Foram observados os retornos de ações em 252 dias antes e após a adesão das empresas aos NDGC. Para isso, foram realizados os testes de *Kolmogorov Smirnov* para análise da normalidade, o teste paramétrico de médias emparelhadas e o teste não paramétrico de *Wilcoxon* para medidas de retorno, risco absoluto (desvio-padrão) e relativo (beta). Foram analisados os comportamentos dos papéis de 48 empresas. Os resultados encontrados no período, para a amostra de empresas analisadas, foi que as médias dos retornos das ações empresariais não apresentaram diferenças significativas

antes e após a data de adesão aos NDGC. Por outro lado, as proxies de risco apresentaram-se significativamente diferentes.

Considerando que os estudos realizados por Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012) e Colombo e Galli (2012) apresentaram o mesmo objetivo, que consiste em analisar retorno e risco das ações das empresas brasileiras na adesão aos NDGC, ambos apresentaram como resultados que os retornos das ações não apontaram efeitos e diferenças antes e após esta adesão. Dessa maneira, o presente artigo objetiva analisar e interpretar o risco e retorno das empresas que aderiram os Níveis Diferenciados da Governança Corporativa para verificar se os resultados encontrados, quando analisados em um tempo superior ao que foi proposto pelos autores mencionados acima, terão o mesmo comportamento ou não.

3 Aspectos Metodológicos

Esta pesquisa, do ponto de vista de sua natureza, pode ser classificada como aplicada. Conforme Silva e Menezes (2005), a pesquisa aplicada consiste em responder à pergunta em busca da ampliação dos estudos sobre os Níveis Diferenciados da Bovespa. Quanto à perspectiva de abordagem, ela é considerada como quantitativa, pois, conforme os mesmos autores, ela utiliza coleta de dados através de uma observação sistemática das empresas brasileiras listadas na B3 que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Através da análise estatística, será possível identificar o comportamento do risco e retorno das ações, levando em consideração o efeito das variáveis na visão do investidor ou sócio.

O presente estudo classifica-se como descritivo que, segundo Gil (1991), consiste em explicar fenômenos dos fatores utilizando técnicas padronizadas de coleta de dados, nas quais envolvem perguntas e observações sistemáticas. Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, o artigo classifica-se como ex-post-facto, pois a pesquisa realiza a análise da adesão das empresas ao segmento do Nível 1 de Governança Corporativa, ou seja, conforme Gil (1991), o estudo observa o fato após o seu acontecimento, interpretando os seus efeitos.

Este trabalho consiste em replicar o estudo o método publicado por Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012), que consideraram para a análise do comportamento das variáveis uma coleta de dados de 252 dias, e propõem para pesquisas futuras um prazo de análise maior. Assim, foi adotado um período de 1.335 dias antes e após a adesão das empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa. O intuito inicial era analisar o período de cinco anos, porém não havia dados completos nesse período, portanto, o prazo adotado nesse estudo foi considerado como o maior período com dados completos apresentados pela amostra de empresas.

Tendo em vista que o objetivo desta pesquisa consiste em identificar se a adesão ao nível mais básico de Governança Corporativa das empresas brasileiras listadas na B3 afetam significativamente o risco e o retorno das ações brasileiras, foram propostas as seguintes hipóteses, em conformidade ao elaborado por Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012):

$H_{0,1}$: O retorno das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa não apresenta diferença após tal adesão;

$H_{1,1}$: O retorno das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa apresenta diferença após tal adesão;

$H_{0,2}$: O risco das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa não apresenta diferença após tal adesão;

$H_{1,2}$: O risco das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa apresenta diferença após tal adesão.

O risco e o retorno diário das ações ordinárias (ON) foram coletados através do banco de dados da Economática. A coleta de dados foi realizada conforme os passos a seguir:

1. Coleta da amostra de empresas brasileiras que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa na página da B3. Foram excluídas da análise as empresas financeiras em decorrência de características específicas e normatização regulamentada pelo Banco Central do Brasil (BACEN).
2. Coleta do desvio-padrão, beta e o retorno, obtidos pela Economática, observados diariamente. Três companhias (Eucatex, Ferbasa e a Fras-Le) não apresentaram resultados na base da Economática, portanto foram excluídas dos testes.
3. Cálculo da estatística descritiva dos dados, para uma melhor interpretação e compreensão das variáveis selecionadas.
4. Testes realizados no programa SPSS, adotando a mesma metodologia estudada por Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012). Foi aplicado o teste de *Kolmogorov Smirnov* (KS) para análise da normalidade. Como próximo passo, analisou-se a homogeneidade das variâncias a partir do teste F de *Levene*. Para os que apresentaram normalidade e homogeneidade, foi aplicado o teste paramétrico de médias emparelhadas, teste T de *Student*; já para os que não apresentaram normalidade, foi utilizado o teste não paramétrico de *Wilcoxon*.

O teste de normalidade univariada de *KS*, segundo Fávero e Belfiore (2017, p. 196):

Compara a distribuição de frequências acumuladas de um conjunto de valores amostrais com uma distribuição teórica. O objetivo é testar se os valores amostrais são oriundos de uma população com suposta distribuição teórica ou esperada, neste caso, a distribuição normal.

Seguindo a lógica dos autores, é significativo destacar: a hipótese nula H_0 afirma que a amostra vem de uma distribuição normal $N(\mu, \sigma)$; a hipótese alternativa H_1 afirma que a amostra não vem de uma distribuição normal.

Para análise da homogeneidade da variância, Fávero e Belfiore (2017) recomendam analisar a normalidade das diferenças das observações antes de aplicar o teste paramétrico de médias emparelhadas, considerando as hipóteses:

- H_0 (Hipótese Nula): estabelece que as variâncias populacionais sejam homogêneas;
- H_1 (Hipótese Alternativa): define que as variâncias populacionais sejam diferentes.

Neste trabalho, foi utilizado o Teste F de *Levene* para a análise da homogeneidade da variância que, em comparação aos outros testes, é menos sensível aos desvios de normalidade e é mais robusto (FÁVERO; BELFIORE, 2017). Para análise das médias emparelhadas, foi utilizado o teste T de *Student*. Conforme os mesmos autores, a hipótese nula estabelece que as médias populacionais são iguais, ou seja, $H_0: \mu = \mu_0$; e a hipótese alternativa considera que as médias populacionais são diferentes, $H_1: \mu \neq \mu_0$. Nas hipóteses em que a distribuição dos dados não foi aderente à distribuição normal, utilizou-se o Teste de *Wilcoxon*, que fornece a direção e magnitude da diferença dos pares.

4 Análise de Resultados

Para apuração se as diferenças dos retornos, desvios-padrões e os betas das empresas demonstram uma distribuição normal, aplicou-se o teste de KS. Além disso, aplicou-se o teste F de *Levene*, que verifica a homogeneidade das variâncias dos resultados para o nível nominal de significância de 5%. A Tabela 1 apresenta esses resultados.

Tabela 1: Teste KS e Levene calculados para os retornos, desvio-padrão e o beta das empresas.

RESULTADOS	RETORNO		DESVIO-PADRÃO		BETA	
	Prob (D>D ₀) do KS	Sig. de Levene	Prob (D>D ₀) do KS	Sig. de Levene	Prob (D>D ₀) do KS	Sig. de Levene
ALPARGATAS	,277	,000	,164	,000	,112	,011
BRASKEN	,083	,000	,137	,000	,100	,000
CEMIG	,098	,686	,150	,352	,105	,934
CESP	,102	,000	,162	,000	,112	,000
COPEL	,047	,000	,168	,000	,086	,000
ELETOBRAS	,054	,000	,122	,000	,062	,000
GERDAU	,062	,000	,133	,000	,055	,000
GERDAU MT	,052	,000	,124	,000	,066	,000
LOJAS AMERIC	,047	,000	,124	,000	,102	,000
OI	,081	,000	,173	,000	,333	,000
RANDOM	,063	,860	,118	,001	,117	,000
TRAN PAUL	,109	,000	,157	,000	,098	,000
USIMINAS	,109	,000	,157	,000	,098	,000

Fonte: Dados da Pesquisa.

Por meio da Tabela 1, verifica-se que 11 das 13 empresas estudadas atenderam a hipótese da normalidade para o indicador de retorno. Observa-se que as empresas Copel e Lojas Americanas não obedeceram ao critério de normalidade, pois seus valores-p do teste de normalidade foram inferiores ao nível nominal de significância de 5%. Verifica-se que somente duas empresas responderam aos princípios aceitação do H₀ de Levene, sendo a CEMIG e RANDOM, ou seja, além de apresentarem uma distribuição normal, também apresentaram homogeneidade de suas variâncias. As outras 11 instituições apresentaram resultados significativos, ou seja, os valores-p do teste F de Levene foram inferiores a 5%. Conforme mencionado por Fávero e Belfiore (2017), para essas empresas rejeita-se a hipótese nula H₀, neste sentido, não apresentaram homogeneidade das variâncias. Consequentemente, para essas empresas, não se aplica o teste T de *Student* para análise das diferenças das médias. Todos os desvios padrões e os betas das empresas, indicados na Tabela 1, atenderam o pressuposto de normalidade. Já a suposição pelas variâncias homogêneas, somente a CEMIG atendeu. Portanto, aplicou-se o teste T de *Student* para as empresas que seguiram os pressupostos de normalidade e homogeneidade de variâncias: a CEMIG, para as variáveis retorno, desvio-padrão e beta; e a RANDOM para a variável retorno.

Tabela 2: Teste de Médias Emparelhadas para retorno, desvios padrões e betas.

RESULTADOS	RETORNO		DESVIO-PADRÃO		BETA	
	Média	“t”	Média	“t”	Média	“t”
CEMIG	0,1163	0,56	-0,04231	-33,04	0,28816	8,058
RANDOM	2,97207	2,646				

Fonte: Dados da Pesquisa.

Conforme evidenciação da Tabela 2, identifica-se que, para o retorno, desvios-padrões e betas, as empresas Cemig e Random apresentaram uma estatística t significativa no nível nominal de significância de 5%, rejeitando assim a hipótese nula H_0 . Ou seja, a partir dos resultados do teste de médias emparelhadas para a CEMIG e RANDOM, o retorno, desvios-padrões e betas das empresas sofreram alterações após a aderência ao Nível 1 de Governança Corporativa. Tal fato pode ser explicado devido a uma alteração nas expectativas dos investidores.

Devido à maioria das empresas não responderem aos critérios exigidos pelo teste paramétrico de médias, aplicou-se o teste de *Wilcoxon* para retorno, desvio-padrão e beta, com o objetivo de analisar se ocorreram diferenças entre as variáveis. A Tabela 3 exibe os resultados deste teste.

Tabela 3: Resultado do teste de *Wilcoxon* para retorno, desvio-padrão e beta.

RESULTADOS	RETORNO		DESVIO-PADRÃO		BETA	
	Z	Prob ($Z > Z_0$)	Z	Prob ($Z > Z_0$)	Z	Prob ($Z > Z_0$)
ALPARGATAS	-4,154	,000	-0,555	,579	-0,616	,538
BRASKEN	-1,825	,068	-2,276	,023	-0,913	,361
CEMIG	-0,095	,924	-28,287	,000	-9,259	,000
CESP	-1,385	,166	-8,297	,000	-1,424	,154
COPEL	-3,774	,062	-16,588	,000	-6,061	,000
ELETRONBRAS	-1,093	,274	-13,487	,000	-7,145	,000
GERDAU	-2,352	,071	-20,718	,000	-8,245	,000
GERDAU MT	-1,863	,062	-20,094	,000	-4,184	,000
LOJAS AMERIC	-3,382	,001	-19,114	,000	-5,772	,000
OI	-0,496	,620	-14,019	,000	-4,928	,000
RANDOM	-2,462	,014	-5,485	,000	-2,249	,025
TRAN PAUL	-4,773	,000	-18,666	,000	-5,828	,000
USIMINAS	-4,773	,000	-18,666	,000	-5,828	,000

Fonte: Dados da Pesquisa

De acordo com a Tabela 3, para o retorno, verifica-se que 8 das 13 empresas evidenciaram aceitação da hipótese nula, isto permite compreender que a grande maioria das empresas analisadas não revelaram uma alteração em seu retorno após a data de aderência ao Nível 1. Esse resultado está de acordo com Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012, p. 11), que apontam que o fato da empresa aderir aos níveis de governança não permite afirmar que o retorno desta aumentou ou diminuiu.

Compreende-se que, para a variável desvio-padrão, somente a empresa ALPARGATAS não apresenta diferença significativa, pois evidenciou, a partir da aplicação do teste de *Wilcoxon*, valor-p superior a 5%, ou seja, pelo intervalo de tempo analisado, aproximadamente 92% das empresas manifestaram diferenças significativas no conceito de risco total. Já para o beta analisado, 10 das 13 empresas examinadas, aproximadamente 78%, apresentaram uma diferença significativa após a data de adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa.

Os resultados das variáveis desvio-padrão e beta estão de acordo com o encontrado por Colombo e Galli (2012) e Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012), que concluíram que a adesão aos NDGC impacta na redução do risco. Essa afirmação pôde ser confirmada pelo teste de *Wilcoxon*, demonstrado pela Tabela 3.

A partir dos resultados obtidos nesta seção, aceita-se a hipótese nula da variável retorno, $H_{0,1}$, que pressupõe que o retorno das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa não apresenta diferenças após tal adesão. Em relação à variável risco, calculadas nesse trabalho pelo desvio-padrão e beta, aceita-se a hipótese alternativa, $H_{1,2}$, que define que o risco das empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa apresenta diferença após tal adesão.

5 Considerações Finais

Conforme mencionado pela B3 (2018) o objetivo de criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é favorecer, do ponto de vista dos investidores, a segurança e tranquilidade do mercado de ações para as empresas, torná-las mais transparentes e reduzir o custo de capital. Nessas circunstâncias, esta pesquisa objetivou identificar se a adesão ao nível mais básico de Governança Corporativa das empresas brasileiras listadas B3 afetam significativamente o risco e o retorno das ações brasileiras.

O problema de pesquisa deste estudo foi: qual o impacto no risco e retorno das ações de empresas brasileiras que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa? De acordo com os resultados encontrados, para a variável retorno não houve mudanças significativas antes e após adesão, ou seja, o mercado não notou que a aderência ao Nível 1 de Governança Corporativa justifica um retorno maior. Já para as variáveis beta e desvio-padrão (risco sistemático e risco total, respectivamente), os resultados apresentaram diferenças estatisticamente significantes, ou seja, a adesão das empresas ao Nível 1 de Governança Corporativa diminuiu os seus riscos sistemáticos e total. Esses resultados estão condizentes com os estudos realizados por Colombo e Galli (2012) e Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012). Os resultados indicam, portanto, que, considerando o período utilizado neste estudo para as empresas analisadas aderentes ao Nível 1 de Governança Corporativa, não foram identificadas mudanças em período antes e depois a adesão ao nível diferenciado, ou seja, o mercado não reconhece que a adesão das empresas ao Nível 1 justifique um retorno maior de suas ações. Em contrapartida, de forma geral, para a variável risco, houve reação do mercado e tal fato foi absorvido nos resultados do desvio-padrão e beta das empresas.

Pode-se definir que os resultados apresentados neste estudo se limitam a amostra de empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa no período pesquisado, analisado somente as ações ordinárias. Sendo assim, não podem ser generalizados para outras empresas, bem como para outros segmentos listados na B3, e nem em outros períodos.

Como proposta para pesquisas futuras, pode-se investigar outros Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com diferentes métodos estatísticos e outras variáveis de controle.

Para isso, também pode-se desenvolver um modelo regressor simples pautado na busca da relação de causa-efeito entre o risco e o retorno das ações.

Referências

ANTONELLI, R. A.; PORTULHAK, H.; SCHERER, L. M.; CLEMENTE, A. Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA no Risco de Companhias Reguladas. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 23, n. 2, p. 92-109, 2018.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

B3. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/index.htm>. Acesso em 18 de abril de 2019.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? **REGE. Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, p. 189, 2010.

CARVALHO, T. F.; MAIA, M. V.; BARBEDO, C. H. S. O Efeito da Diversificação no Valor das Empresas Listadas em Bolsa no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 1, 2012.

COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil: Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 11, n. 2-3, p. 117-128, 2012.

Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 18 de abril de 2019.

DUARTE JÚNIOR, A. M.. Risco: definições, tipo, medição e recomendações para seu gerenciamento. In: LEMGRUBER, E. F.; SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C.; COSTA JÚNIOR, N. C. A. C. **Gestão de Riscos e Derivativos**. São Paulo: Atlas, 2001.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1991.

GRÜN, Roberto. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 20, n. 58, 2005.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/>>. Acesso em: 18 de abril de 2019.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F.. Adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado. In: **6º CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE**, São Paulo, 2006.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade com das ações da Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. especial, 2006.

MAN, M.; MACRIS, M. Integration of Corporate Governance Into Organisation's Social Responsibility System. **Polish Journal of Management Studies**, v. 11, n. 2, 2015.

MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 34, n. 1, 2004.

MARTINS, H. C.; ANDRADE, A.; ROSSETI, J. P.. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. **Revista de Administração FEAD**, v. 2, n. 2, 2005.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Sívio Hiroshi. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 2, p. 85-111, 2008.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação. **Revista Atual**, 4. ed., Florianópolis: UFSC, 138p, 2005.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO FILHO, M. Os Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA aumentam a liquidez das ações? **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 13, n. 3, p. 248-263, 2016.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JUNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

TOLEDO, M. M.; PAMPLONA, E. O. Avaliação do Risco Sistemático do Setor Bancário. In: **XXVI ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO – ENEGEP**, Fortaleza, 2006.