

---

# RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E O VALOR DAS AÇÕES NO PERÍODO DE TRANSIÇÃO GOVERNAMENTAL

---

## RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND THE VALUE OF SHARES IN THE PERIOD OF GOVERNMENTAL TRANSITION

---

### **Eliane Santos Lucareli Gumier**

Mestre em Administração, Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais, CEFETMG  
Endereço: Avenida Amazonas nº 7675, Nova Gameleira - Belo Horizonte – MG, Prédio Principal - Sala 203. CEP: 30.510.000  
Telefone: (31) 3319-6740  
E-mail: elucareli@yahoo.com.br

### **Paula Nayara Costa**

Mestre em Administração, Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais, CEFETMG  
Endereço: Avenida Amazonas nº 7675, Nova Gameleira - Belo Horizonte – MG, Prédio Principal - Sala 203. CEP: 30.510.000  
Telefone: (31) 3319-6740  
E-mail: nayara\_stg4@hotmail.com

Recebido: 14/09/2021    Aprovado: 27/03/2022  
Publicado: 30/08/2022

### **Livia Maria de Pádua Ribeiro**

Professora do Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais, CEFET-MG  
Endereço: Avenida Amazonas nº 7675, Nova Gameleira - Belo Horizonte – MG, Prédio Principal - Sala 203. CEP: 30.510.000  
Telefone: (31) 3319-6740  
E-mail: liviapadua@cefetmg.br

### **Juliano Lima Pinheiro**

Professor da Universidade Federal de Minas Gerais, UFMG.  
Endereço: Avenida Antônio Carlos nº 6627, Pampulha - Belo Horizonte – MG. CEP: 31.270-901.  
Telefone: (31) 3409-7273  
E-mail: julianopinheiro@face.ufmg.br

---

## RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar o desempenho diferenciado nos preços das ações das empresas que adotam as boas práticas de Governança Corporativa (GC) em relação às empresas do mercado tradicional, no período de transição governamental (Dilma/Temer), ocorrido em 31/08/2016. Foram analisadas 99 ações de 81 empresas participantes da B3, a amostra foi composta de 29 ações do mercado tradicional, 29 do N1GC, 11 do N2GC, 30 do NMGC. Realizou-se um estudo de eventos no intervalo correspondido entre 01/05/2015 e 31/11/2017. A relevância do artigo deve-se à carência de estudos que abordam a análise da GC brasileira na mudança de governo. Visto que a literatura aponta a sensibilidade do mercado financeiro frente às boas práticas de GC. Com os resultados analisados, concluiu-se que, na época da transição governamental, o mercado brasileiro não foi sensível à adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas estudadas e apresentou médias de retornos estatisticamente iguais antes e após o evento. O presente estudo demonstrou a insensibilidade do mercado brasileiro frente às boas práticas de governança corporativa na época da instabilidade governamental.

**Palavras-chave:** Estudo de evento. Governança corporativa. Impeachment. Mercado de capitais.

## ABSTRACT

---

*This study aims to analyze the performance of companies adopting Good Corporate Governance (CG) practices in relation to companies in the traditional market during the period of government transition (Dilma/Temer) in 31/08/2016. We analyzed 99 actions of 81 companies from B3, the sample consisted of 29 traditional market actions, 29 from the N1GC, 11 from the N2GC, and 30 from the NMGC. An event study was performed in the interval between 01/05/2015 to 31/11/2017. The relevance of the article is due to the lack of studies that address the analysis of the Brazilian CG in the change of government. The literature points out the sensitivity of the financial market to the good practices of CG. With the results analyzed, it was concluded that, at the time of the government transition, the Brazilian market was not sensitive to the adoption of good corporate governance practices by the companies studied and presented averages of statistically equal returns before and after the event. The present study demonstrated an insensitivity of the Brazilian market in relation to the good practices of corporate governance at the time of governmental instability.*

**Keywords:** *Event study. Corporate governance. Impeachment. Capital market.*

## 1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa (GC) influencia o desenvolvimento do país em relação a três vertentes: a) a empresarial - melhorar a imagem da empresa, a liquidez, a valorização das ações e menor custo de capital; b) investidores - assegurar os direitos, precificação precisa das ações, qualidade das informações e divulgação, menores riscos; c) mercado de capitais - capitalização viável, aumento das emissões e das aberturas de capital e da liquidez (ANDRADE; ROSSETI, 2006).

No tocante à GC, tal fato corrobora com Vilhena e Camargos (2015), uma vez que a empresa melhorará o desempenho econômico-financeiro, a imagem corporativa no mercado, o aumento do valor de suas ações por meio do maior *disclosure* de informações (redução da assimetria de informação) e a minimização das divergências entre gestores e acionistas. Mustafa (2018) relata que os princípios de GC devem garantir o aumento do valor das empresas, sua capacidade de competitividade e atratividade perante os investidores.

Os três principais fatores influenciadores da adoção de melhores práticas de governança, pelas empresas, são as oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração de propriedade, para se valorizarem no mercado. Assim, o mercado financeiro mostra-se sensível às práticas de GC. No entanto, surge a dúvida a respeito da sensibilidade com relação às práticas de GC no período de transição governamental (DURNEV; KIM, 2003).

Diante do exposto, teve-se como principal questão a ser dirimida: **Qual o impacto da transição governamental (Dilma/Temer) nos preços de mercado das ações de empresas brasileiras que pertencem aos níveis diferenciados de governança corporativa em comparação com aquelas que estão no mercado tradicional?** Assim, o objetivo geral foi analisar se as empresas que adotam as boas práticas de GC obtiveram desempenho nos preços das ações melhor, pior e ou/igual às empresas do mercado tradicional considerando o período de transição governamental (Dilma/Temer). Especificamente pretende-se estudar como a transição do governo Dilma/Temer afetou as ações de empresas brasileiras.

Tal estudo se justifica uma vez que são escassos os estudos relacionados à GC na transição governamental. E essa transição tem como fator diferencial ter ocorrido por meio de um *impeachment*, o segundo no caso brasileiro, que ocorreu na data de 31/08/2016. Isso gerou um clima de instabilidade política no país, podendo ter influenciado na economia e nas relações internacionais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança corporativa

A evolução das empresas repercutiu na complexidade de sua estrutura, gerando a necessidade de regras de condutas para serem mais bem administradas (ALMEIDA et al., 2018). Assim, surge a relação de agência que parte de um contrato entre dois indivíduos - principal e agente - o primeiro contrata o segundo para gerir em seu favor, que faz despontar os conflitos de agência e os chamados custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), este seria o custo associado ao oportunismo dos gestores. Neste contexto, a GC surge da necessidade de aplacar os conflitos entre o principal e o agente (SILVEIRA; BARROS, 2008) e, entre acionistas minoritários e acionistas majoritários (VALADARES; LEAL, 2000).

Destaca-se que o setor privado aprimorou o modelo de governança. As boas práticas de governança permitiram minimizar o conflito proveniente da assimetria de informação e o poder entre os agentes envolvidos na empresa o que culminou na criação dos níveis diferenciados de governança pela BM & FBOVESPA. A listagem das empresas nesses segmentos distingue-as em quesitos de governança, demonstrando seu comprometimento voluntário com a transparência das informações divulgadas e a proteção dos investidores, que o mercado acolhe positivamente, repercutindo na cotação das ações e no acesso facilitado ao crédito (FONSECA; SILVEIRA, HIRATUKA, 2016).

O desempenho da GC relaciona-se à gestão da empresa (estrutura, funções do conselho de administração, política de remuneração etc.), além dos direitos dos acionistas e da visão estratégica empresarial (MIRALLES-QUIRÓS; MIRALLES-QUIRÓS; VALENTE GONÇALVES, 2018). Sendo cada vez mais reconhecida pela comunidade empresarial, pelos reguladores e pelas autoridades do mercado de capitais (PILLAI; AL-MALKAWI, 2018).

Os efeitos positivos da governança corporativa no desempenho empresarial são maiores quando os acionistas majoritários são o governo ou as corporações locais, isto porque as conexões políticas e o apoio do governo podem influenciar nas más condições de mercado (ABDALLAH; ISMAIL, 2017). Singh et al. (2018) abordam que economias emergentes possuem características comuns no seu contexto político, econômico e social, possuindo um grau de elementos autocráticos, patriarcais ou ditatoriais na GC desses países. Como exemplo, Singh et al. (2018) mencionam que, em tais países, o governo pode proporcionar proteção a tipos de negócios, seja privado ou público.

No entanto, a implementação da GC depende do nível de maturidade institucional, das percepções sobre o nível de corrupção e do ambiente de negócios, que ofereça uma concorrência livre e justa (MUSTAFA, 2018). Para García-Sánchez e García-Meca (2018) a capacidade gerencial será reforçada em um país onde há fortes mecanismos de GC, quando os reguladores possuem a ciência da proteção ao investidor, do cumprimento legal e da eficácia do conselho nos atributos gerenciais, repercutindo na eficiência financeira das empresas. Assim, o efeito da capacidade gerencial é moderado por mecanismos externos de GC, como exemplo, a proteção do investidor e a aplicação da lei.

A GC é uma combinação de políticas, leis e instruções que influenciam no gerenciamento e controle das empresas, consistindo em um quadro de regras para garantir a transparência e equidade entre as empresas e os acionistas, a GC compõe-se de contratos externos e internos, entre empregados e acionistas, na distribuição de recompensas e responsabilidades como forma de se evitar interesses conflitantes (MADHANI, 2016; AL-NAJJAR; CLARK, 2017; BUALLAY; HAMDAN; ZUREIGHT, 2017). Também Funchal e Pinto (2018) relatam que mecanismos de governança mais fortes podem impedir que os gerentes se envolvam em projetos destruidores de valor.

Neste sentido, o Brasil também apresenta este quadro de regras emitido pela B3. Tal quadro representa os segmentos especiais de listagem da B3 - Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, para diferentes perfis de empresas. Tais segmentos prezam por regras de GC diferenciadas, conforme elencado na Tabela 1.

Tabela 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem da B3 (continua)

Características	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação ( <i>free float</i> )	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV ( <i>average daily trading volume</i> ) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	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), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Tabela 1 - Comparativo dos Segmentos de Listagem da B3 (conclusão)

Características	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
Compliance	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: Adaptado de B3 (2018).

Neste artigo, trabalhou-se com o valor de mercado pois, segundo Siddiqui (2015), tal valor, ao ser usado como medida de desempenho, modera a associação entre GC e desempenho da empresa. Na literatura sobre GC, o valor de mercado é considerado uma medida de desempenho mais confiável em relação ao valor contábil, devido ao valor de longo prazo da empresa que orientará os gerentes frente o mercado.

## 2.2 Indicadores utilizados

O presente artigo se utilizou de dois indicadores de desempenho elaborados pela B3. Como *proxy* para o retorno do mercado foi utilizado o retorno do índice Ibovespa e como *proxy* para o retorno das empresas que possuem um nível de governança corporativa foi utilizado o Índice Ações de Governança Corporativa Diferenciadas - IGC. A seguir, foram apresentados, de forma sucinta, cada um dos índices.

De acordo com a B3, o IGC é o resultado de uma carteira teórica de ativos e tem o objetivo de ser o indicador de desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado, ou nos níveis 1 ou 2. A carteira é recomposta quadrimestralmente e, para uma companhia ser adicionada ao índice, ela necessita cumulativamente: ser listada no Novo Mercado ou Níveis 1 ou 2 da B3; ter presença em pregão de 50% no período de vigência de 3 carteiras anteriores ou em seu período de listagem; e não ser classificada como “Penny Stock” (ações cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00).

O índice Ibovespa também é uma carteira teórica e tem como objetivo ser o indicador de desempenho médio das ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado brasileiro. As ações que compõem o índice representam aproximadamente 80% do volume transacionado nos 12 meses anteriores à formação da carteira. Como critérios adicionais exigem-se que a ação apresente presença mínima de 80% nos pregões do período e não ser classificada como “Penny Stock” (ações cuja cotação seja inferior a R\$ 1,00).

De acordo com a B3, ambos os índices são calculados através do retorno total. Isso significa que, além das cotações, diversas fontes de rendimentos são incorporadas ao retorno da carteira, como:

- dividendos;
- juros sobre o capital próprio e rendimentos (pelo valor líquido de imposto);
- direitos de subscrição;
- qualquer valor recebido que seja diferente dos ativos originalmente possuídos; e
- valor de qualquer direito de subscrição de ativos diferentes dos ativos originalmente possuídos.

O fato de serem calculados pela mesma instituição traz maior comparabilidade entre os dois índices, já que seguem os mesmos procedimentos metodológicos em seu cálculo.

## 2.3 Governo Dilma Rousseff

No contexto da economia brasileira, a crise resultou de um conjunto de choques de oferta e demanda. Primeiramente, o conjunto de políticas adotadas a partir de 2011/2012, denominada Nova Matriz Econômica (NME), que reduziu a produtividade do mercado. Tal choque foi duradouro devido à alocação de investimentos de longa recuperação em setores pouco produtivos. Paralelo a tal fato, o período entre 2014 e 2017 teve uma sequência de choques de oferta e demanda, em sua maioria ocasionada por erros de políticas públicas que reduziram a capacidade de crescimento da economia brasileira e geraram um custo fiscal elevado (BARBOSA FILHO, 2017).

O esgotamento da NME ocasionado pela perda da capacidade financeira do governo proporcionou a redução de diversos investimentos na economia brasileira a partir de 2015, como exemplo, têm-se a redução dos investimentos na Petrobras. Sucedeu-se uma crise de sustentabilidade fiscal que elevou o risco país, a taxa de juros de longo prazo e a incerteza, que acarretou a redução do consumo e investimento de forma considerável entre 2015 e 2016. A recomposição de preços e a política monetária, necessária para recolocar a inflação na meta, também contribuíram para a recessão, principalmente devido à perda de credibilidade do Banco Central (BARBOSA FILHO, 2017).

O estudo norteador deste artigo é que, o governo Dilma Rousseff consolidou e aprofundou as conquistas sociais empreendidas pelo governo Lula da Silva. No entanto, fracassou na retomada do crescimento econômico devido ao enfraquecimento das capacidades estatais de intervenção, da ausência de reformas estruturais (tributária, política etc.), do esgarçamento do presidencialismo de coalizão, da irrupção do escândalo de corrupção da Petrobras e do boicote do empresariado industrial ao investimento produtivo. Devido ao fato de que este segmento do capitalismo brasileiro esteja cada vez mais envolvido nas práticas financeiras e não-produtivas (PINHO, 2016). Outros relatos, publicados no Valor Econômico citado por Pinho (2016) também descrevem o colapso econômico no governo Dilma “a inflação, depois de o governo não conseguir mais segurar artificialmente os preços administrados, como os de combustíveis e energia elétrica, saltava para 10,67%, mais que o dobro da meta de 4,5%. O superávit primário, que com Lula chegou a registrar 3,7% do PIB embalado pelo crescimento da economia e pelo cenário internacional favorável com o superciclo das commodities passou para um déficit de 1,9%”. (Valor Econômico, 12/05/2016, como citado em Pinho, 2016, p. 107-108).

Os economistas e os integrantes da oposição enfatizaram os equívocos da política desenvolvimentista de Dilma, que abalaram a confiança empresarial e os fundamentos macroeconômicos: os aportes bilionários no BNDES, para empréstimos a juros subsidiados; a intervenção no setor elétrico; a tentativa de baixar os juros na marra; a concessão de isenções tributárias para alavancar setores da indústria; e os efeitos inflacionários e fiscais decorrentes. Assim, a dívida pública, que era no valor de 51% do PIB no final do Governo Lula, deveria ir para 73,5% até dezembro. Houve uma aceleração da chamada contabilidade criativa com a companha da reeleição. As “pedaladas fiscais” praticadas por outros presidentes, embora não na mesma intensidade, e por atuais governadores de Estado justificaram o debate sobre o *impeachment* (Valor Econômico, 12/05/2016, como citado em Pinho, 2016, p. 107-108).

## 3 METODOLOGIA

### 3.1 Classificação, amostra e hipóteses da pesquisa

Este estudo foi descritivo, com a adoção de uma estratégia documental e a análise quantitativa. A metodologia aplicada neste artigo foi a mesma empregada por Alberton, Moletta e Marcon (2011) que, posteriormente, foi utilizada por Oliveira, Cunha e Neto (2017) em um contexto de crise. Os valores das ações foram coletados no intervalo entre 2015, final do governo Dilma e 2017, no governo Temer, através da plataforma *Bloomberg*.

A amostra analisada foi composta por 81 empresas que possuem ações negociadas na B3 e que tiveram cotações mensais no período analisado, conforme Tabela 2.

Tabela 2 - Relação de ações utilizadas na análise

Nível	Ação	Nível	Ação	Nível	Ação
N1GC	ALPA3	NMGC	BRFS3	MT	ABEV3
N1GC	ALPA4	NMGC	BTOW3	MT	CGAS5
N1GC	BRAP3	NMGC	CCRO3	MT	COCE5
N1GC	BRAP4	NMGC	CPFE3	MT	CSNA3
N1GC	BRKM3	NMGC	CSAN3	MT	CTNM4
N1GC	BRKM5	NMGC	CYRE3	MT	DASA3
N1GC	CESP3	NMGC	EGIE3	MT	EALT4
N1GC	CESP5	NMGC	EMBR3	MT	ELEK4
N1GC	CMIG3	NMGC	ENBR3	MT	EMAE4
N1GC	CPLE3	NMGC	ETER3	MT	ENMA3
N1GC	CPLE6	NMGC	GFS3	MT	FIBR3
N1GC	ELET3	NMGC	GRND3	MT	GUAR3
N1GC	ELET6	NMGC	HGTX3	MT	GUAR4
N1GC	FESA4	NMGC	LEVE3	MT	KEPL3
N1GC	GGBR3	NMGC	LIGT3	MT	MAGG3
N1GC	GGBR4	NMGC	LREN3	MT	MGEL4
N1GC	GOAU3	NMGC	MYPK3	MT	MTSA4
N1GC	GOAU4	NMGC	NATU3	MT	PNVL3
N1GC	LAME3	NMGC	PSSA3	MT	PTNT4
N1GC	LAME4	NMGC	PTBL3	MT	RANI3
N1GC	OIBR3	NMGC	RENT3	MT	RPAD5
N1GC	OIBR4	NMGC	ROMI3	MT	SHUL4
N1GC	PCAR4	NMGC	RSID3	MT	UNIP3
N1GC	RAPT3	NMGC	SBSP3	MT	UNIP5
N1GC	RAPT4	NMGC	SCAR3	MT	UNIP 6
N1GC	TRPL3	NMGC	TIMP3	MT	VIVT3
N1GC	TRPL4	NMGC	TUPY3	MT	VIVT4
N1GC	USIM3	NMGC	UGPA3	MT	WHRL3
N1GC	USIM5	NMGC	VALE3	MT	WHRL4
		NMGC	WEGE3		
N2GC	CLSC4	N2GC	KLBN4	N2GC	SAPR4
N2GC	CMIG4	N2GC	PETR3	N2GC	SLED4
N2GC	FJTA4	N2GC	PETR4	N2GC	TIET11
N2GC	GOLL4	N2GC	POMO4		

Fonte: Dados da B3 (2020).

A amostra analisada foi composta por 29 ações do mercado tradicional, 29 ações pertencentes ao nível N1GC, 11 pertencentes ao nível N2GC e 30 que pertencem ao nível NMGC.

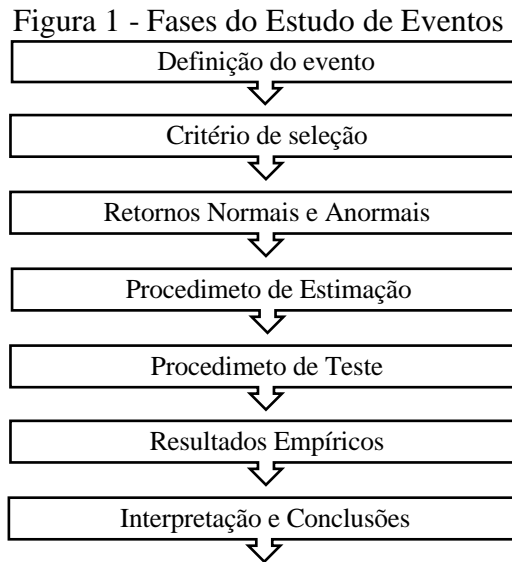
Na presente pesquisa calcularam-se os retornos nominais e os retornos anormais ajustados ao mercado entre empresas que possuem um nível de GC e as que fazem parte do mercado tradicional, através do *software MS-Excel*. Em seguida foi calculado o teste *t student* para a análise das diferenças entre as médias dos dois grupos, com um nível de significância de 5%, no *SPSS statistics version 22*. As hipóteses testadas foram:

$H_0$ : As médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional das empresas brasileiras no final do governo Dilma e no início do governo Temer foram iguais às médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

H<sub>1</sub>: As médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional das empresas brasileiras no final do governo Dilma e no início do governo Temer foram diferentes das médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

### 3.2 Descrição dos procedimentos

A metodologia utilizada para a avaliação das hipóteses foi o estudo de eventos que para Campbell, Lo e MacKinlay (1997) compõe-se das seguintes fases expressas na Figura 1.



Fonte: Campbell, Lo e MacKinlay (1997).

Na primeira fase, é determinado o evento a ser estudado e o período relevante do referido. Neste caso, o evento seria a transição governamental Dilma e Temer, ocorrida em 31/08/2016. Assim, considerou-se a janela de evento com 30 meses, abrangendo os dados do fechamento mensal da ação no período entre 01/05/2015 e 30/11/2017.

Os autores relatam que na segunda fase é necessário determinar os critérios de seleção (disponibilidade de dados, setor específico, características da amostra de dados). Assim, as empresas estudadas corresponderam ao índice de governança corporativa, N1GC, N2GC, NMGC, MT (mercado tradicional) da B3. Tal amostra foi composta por 29 ações do mercado tradicional, 29 ações pertencentes ao nível N1GC, 11 pertencentes ao nível N2GC e 30 que pertencem ao nível NMGC. As empresas foram selecionadas através do site da B3, já os dados secundários dos preços mensais das ações foram tomados da plataforma *Bloomberg*.

A terceira fase que trata do cálculo dos retornos nominais e anormais adotou-se a abordagem contida no trabalho de Alberton, Moletta e Marcon (2011). Assim, a seguinte fórmula foi empregada no cálculo dos retornos nominais:

$$R_{it} = \ln (P_t / P_{t-1}) \tag{1}$$

Onde:

$R_{it}$  é o retorno nominal da ação  $i$ , no mês  $t$ ;

$P_{i,t}$  é o preço de fechamento da ação  $i$  no mês  $t$  ajustado a todos os proventos ocorridos no período;

$P_{i,t-1}$  é o preço de fechamento da ação  $i$  no mês  $t-1$  ajustado a todos os proventos ocorridos no período.



Por conseguinte, no cálculo dos retornos anormais mensais das empresas empregou-se a seguinte fórmula:

$$RA_{it} = Rit - [\ln (R_{mt} / R_{mt-1})] \quad (2)$$

Onde:

- RA<sub>it</sub> é o retorno anormal da ação *i* no período *t*;
- R<sub>it</sub> é o retorno nominal da ação *i* no mês *t*;
- R<sub>mt</sub> é o retorno do portfólio de mercado (Ibovespa) no mesmo período;
- R<sub>mt-1</sub> é o retorno do portfólio de mercado (Ibovespa) no mês *t-1*.

O presente trabalho também se propôs a analisar o IGC, pois ele é composto por empresas pertencentes aos níveis diferenciados da B3 (NMGC, N1GC e N2GC). E a comparação da média do retorno desse índice pode elucidar diferenças na média que venham de encontro com a literatura. Assim esperava-se que a média de retorno desse índice fosse superior ao Ibovespa (composto pelas empresas mais negociadas na B3, independentemente do nível de GC).

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Os resultados foram subdivididos na análise dos retornos normais e dos retornos anormais. No primeiro momento, foi analisada a mudança do retorno dentro do próprio nível de GC, levando em consideração a média antes e após o evento analisado para comparar o efeito da transição política na mesma. Depois foi realizada uma comparação entre o mercado tradicional e os demais níveis diferenciados de GC.

##### 4.1 Resultado dos retornos nominais

A partir da análise das médias contidas na Tabela 3 é possível perceber que houve uma redução do retorno nominal da média percentual nos níveis N1, N2 e NM, apenas no mercado tradicional e no índice Ibovespa houve aumento da média.

Tabela 3 - Média do retorno nominal dos preços das ações

Níveis	Retorno Nominal Mensal		Estatística t	
	Antes da transição	Depois da transição	Antes-Depois	
			P-valor	Teste t
MT	0,0064	0,0249	0,749	0,429
N1GC	0,0001	0,0171	0,726	0,342
N2GC	-0,0034	0,0099	0,449	0,673
NMGC	-0,0008	0,0106	0,059	0,459
Ibovespa	0,0063	0,0180	0,839	0,627
IGC	0,0056	0,0142	0,94	0,656

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Foi realizado o teste *t* para amostras pareadas com o propósito de se verificar se as médias do retorno normal dos grupos eram estatisticamente iguais ou não antes e após a transição do governo. Todos os grupos apresentaram um valor para o teste *t* bem acima do nível de significância definido em 5%, sendo assim, a hipótese nula não foi rejeitada e as médias do retorno anormal antes e depois da transição são estatisticamente iguais.

A Tabela 3, que apresentou a média do retorno nominal dos preços das ações, o teste *t* acima do nível de significância de 5%, acarretou a não rejeição da hipótese nula, sendo as médias do retorno anormal antes e depois da transição estatisticamente iguais. Conclui-se que a transição do governo

Dilma/Temer não alterou estatisticamente a média de retorno, nem os diferentes níveis de GC, juntamente com os índices Ibovespa e IGC.

Demonstrou-se na Tabela 4, a comparação da média do retorno nominal do preço das ações.

Tabela 4 - Teste t - comparação da média do retorno nominal do preço das ações

Níveis	Retorno Nominal Mensal			
	Estatística t			
	Antes da transição		Depois da transição	
	Teste t	p-valor	Teste t	p-valor
MTxN1GC	0,00630	0,000	0,774	0,060
MTxN2GC	0,00977	0,000	0,716	0,351
MTxNM	0,394	0,737	0,01429	0,021
MTxIbovespa	0,999	0,242	0,955	0,151
MTxIGC	0,982	0,118	0,931	0,137

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Conforme a Tabela 4, a média do mercado tradicional foi comparada com a média das demais médias. Antes da transição, a comparação do mercado tradicional com o N1GC e N2GC, o teste t foi menor que 5%, ou seja, a hipótese nula foi rejeitada e assume-se que as médias desses grupos são estatisticamente diferentes. Já a média de retorno do NM, do Ibovespa e do IGC é considerada estatisticamente igual à média do MT.

O resultado altera-se bastante depois da transição, quando comparamos a média do mercado tradicional com os demais grupos, percebe-se apenas a média de retorno no nível NM é estatisticamente diferente do MT, enquanto a média de retorno do mercado tradicional após a transição foi de 0,0249 a do NMGC foi de apenas 0,0106.

A comparação da média do retorno nominal do preço das ações expressa na Tabela 4 evidenciou que, quando comparadas as médias de retorno entre o MT e os demais grupos, não foi possível encontrar uma relação nos retornos normais que indique a existência de uma relação entre o nível de GC e o maior retorno.

#### 4.2 Resultado dos retornos anormais

Para complementar a análise do retorno foi calculado o retorno anormal mensal, utilizando como proxy do mercado doméstico o índice Ibovespa. As médias de cada grupo antes e depois da transição política podem ser observadas na Tabela 5.

Tabela 5 - Retornos anormais ajustados ao Ibovespa

Níveis	Retorno Anormal Mensal		Estatística t	
	Antes da transição	Depois da transição	Antes-Depois	
			Teste t	p-valor
MT	0,0000	0,0069	0,772	0,882
N1GC	-0,0063	-0,0009	0,766	0,770
N2GC	-0,0089	-0,0088	0,998	0,582
NMGC	-0,0071	-0,0074	0,988	0,077
IGC	-0,0007	-0,0037	0,914	0,989

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Foi realizado um teste t para amostras pareadas com o propósito de se verificar se as médias dos grupos eram estatisticamente iguais ou não antes e após a transição do governo. Todos os grupos apresentaram um valor para o teste t bem acima do nível de significância definido em 5%. Assim, a

hipótese nula não foi rejeitada e as médias do retorno anormal antes e depois da transição são estatisticamente iguais.

Os retornos anormais ajustados ao Ibovespa contidos na Tabela 5 expressou não ser possível concluir que o fato de uma empresa ter níveis diferentes de práticas de GC impacta em retornos anormais diferenciados. Isso pode ser observado quando se analisa o retorno anormal do IGC que se mantém negativo antes e após a transição política.

A comparação da média do retorno anormal do preço das ações foi expressa na Tabela 6.

Tabela 6 - Teste t- comparação da média do retorno anormal do preço das ações

Níveis	Retorno Anormal Mensal			
	Estatística t			
	Antes da transição		Depois da transição	
	P-valor	Teste t	P-valor	Teste t
MTxN1GC	0,000	0,006	0,037	0,00782
MTxN2GC	0,004	0,00895	0,322	0,704
MTxNM	0,745	0,437	0,012	0,01429
MTxIGC	0,183	0,984	0,147	0,931

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Na Tabela 6 foi apresentado um *teste t* para comparar as médias anormais de grupos de governança corporativa diferentes. Antes da transição política, o *teste t* é maior que o nível de significância apenas para o NM e IGC, indicando que a média entre o MT, NMGC e IGC são estatisticamente iguais. O oposto acontece na comparação da média entre o MT, N1GC e N2GC, o *teste t* é bem menor que 5% indicando que as médias são estatisticamente diferentes para esses dois grupos. Contrariando as expectativas, as médias entre o grupo que possui mais governança e o mercado tradicional foram estatisticamente iguais.

Depois da transição, os resultados ficam bem divididos, o N1GC e o NMGC apresentam médias de retornos significativamente diferentes. Enquanto a análise da média do retorno entre o MT, N2GC e o IGC apresentaram um *teste t* bem superior a 5% indicando que a média de retorno desses grupos são estatisticamente iguais.

A Tabela 6 que demonstrou a comparação da média do retorno anormal do preço das ações, pela análise das médias dos retornos anormais pode-se observar que não é possível associar um maior nível de GC a um retorno anormal maior.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar se as empresas pertencentes a um nível diferenciado de GC tiveram um desempenho no preço das ações melhor e/ou igual às empresas do mercado tradicional, considerando o evento da transição política Dilma/Temer que ocorreu em 31/08/2016. A base do estudo foi a análise do retorno das ações de empresas negociadas na bolsa brasileira em uma transição governamental proveniente do segundo *impeachment* brasileiro.

As hipóteses estudadas foram: a Hipótese Nula de que as médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional das empresas brasileiras, no final do governo Dilma e no início do governo Temer, foram iguais às médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ( $H_0$ ) que não foi rejeitada. E a Hipótese Alternativa de que as médias dos retornos nominais e anormais do Mercado Tradicional das empresas brasileiras, no final do governo Dilma e no início do governo Temer, foram diferentes das médias dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ( $H_1$ ) que foi refutada.

Contrariando a expectativa de que as empresas com boas práticas de GC teriam retornos médios superiores às empresas que não as possui, o presente trabalho não conseguiu identificar essa relação.

Assim, as empresas que adotaram as boas práticas de GC (N1GC, N2GC e NMGC), da amostra estudada, não obtiveram retornos médios (normais ou anormais) maiores que as empresas no mercado tradicional (MTCG). Outro ponto que merece destaque foi o fato de que a média do retorno normal e anormal se mostrar estatisticamente igual antes e após o evento analisado, tanto para os diferentes níveis de GC quanto para os dois índices analisados, indicando que o evento analisado não alterou significativamente a média do retorno.

Dentre as limitações deste artigo, destaca-se que este estudo abarcou apenas 81 empresas por possuírem cotação no período e o fato da análise compreender uma janela temporal pequena. Faz-se necessário trabalhar com segmentação por setor, para tentar identificar diferenças nas médias de retorno nos diversos setores. Além da utilização de outros métodos estatísticos para a análise dos dados. Futuramente pode se estudar a relação entre governança corporativa e o valor das ações no período de transição governamental Temer/Bolsonaro.

## REFERÊNCIAS

ABDALLAH, A. A. N.; ISMAIL, A. K. Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 46, p. 98-115, 2017. DOI:<http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>.

ALBERTON, A.; MOLETTA, A. M. C.; MARCON, R. Os níveis diferenciados de governança corporativa blindam as firmas contra crises financeiras? Uma análise da crise financeira de 2008. **Pensar Contábil**, v. 13, n. 51, 2011.

ALMEIDA, F. T. et al. Governança corporativa e desempenho empresarial: uma análise nas empresas brasileiras de construção e engenharia. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, p. 110-126, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3594>.

AL-NAJJAR, B.; CLARK, E. Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 1-12, 2017. DOI:<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.030>.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2006.

BARBOSA, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, p. 51-60, 2017.

B3 (2018). Segmentos de listagem. Recuperado em 05 de dezembro, 2018, de [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/) Acesso em: 10 maio 2021.

BUALLAY, A.; HAMDAN, A.; ZUREIGAT, Q. Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 11, n. 1, p. 78-98, 2017. DOI:<http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6>

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The econometrics of financial markets**. Cap. 4, Princeton University press, 1997.

DURNEV, A.; KIM, E. H. **Corporate Stability and Economic Growth**. William Davidson Institute at the University of Michigan, 2003.

FONSECA, C. V. C.; DA SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque:reflexão contábil**, v. 35, n. 2, p. 35-52, 2016.DOI: [http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673\\_](http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673_)

FUNCHAL, B.; PINTO, J. P. Corporate events' performance and corporate governance: the Brazilian evidence. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 2018.DOI: <https://doi.org/10.1108/CG-11-2016-0219>.

GARCÍA SÁNCHEZ, I. M.; GARCÍA MECA, E. Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 4, p. 238-254, 2018.DOI: [https://doi.org/10.1111/corg.12233\\_](https://doi.org/10.1111/corg.12233_)

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, p. 305-360, 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

MADHANI, P. M. Firm Size, corporate governance and disclosure practices: Inter-relations. Corporate Governance and Disclosure Practices: Inter-Relations (July 1, 2016). **SCMS Journal of Indian Management**, v. 13, n. 2, p. 17-39, 2016.

MIRALLES-QUIRÓS, M. M.; MIRALLES-QUIRÓS, J. L.; VALENTE GONÇALVES, L. M. The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. **Sustainability**, v. 10, n. 3, p. 574, 2018.DOI: <https://doi.org/10.3390/su10030574>.

MUSTAFA, S. et al. Corporate Governance, Institutional Reforms and Business Environment (A Short Comparative Analyses For Some Wb Countries). In: INTERNATIONAL ACADEMIC CONFERENCES. **Proceedings...** International Institute of Social and Economic Sciences, 2018.

OLIVEIRA, A. C. L.; CUNHA, J. V. A.; NETO, J. E. B. Relação entre governança corporativa e o valor das ações em períodos de crise. In: **Anais do XIV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, São Paulo, SP, Brasil. 2017.

PILLAI, R.; AL-MALKAWI, H. A. N. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 394-410, 2018.DOI:<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>.

PINHO, C. E. S. Emergência e Declínio do Governo Dilma Rousseff à luz das capacidades do Estado Brasileiro (2011-2016). **Revista Brasileira de Planejamento e Orçamento**, v. 6, n. 1, p. 94-121, 2016.

SIDDIQUI, S. S. The association between corporate governance and firm performance—a meta-analysis. **International Journal of Accounting and Information Management**, 2015.DOI: <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-2014-0023>.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd: revista eletrônica de administração**. Porto Alegre. Edição 61, vol 14, n. 3 (set/dez. 2008), documento eletrônico, 2008.

SINGH, S. et al. Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance. **British Journal of Management**, v. 29, n. 1, p. 171-190, 2018. DOI:<https://doi.org/10.1111/1467-8551.12237>.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Available at SSRN 213409**, 2000. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.213409>.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.