

UNIVERSIDADE FEDERAL DE ALFENAS - UNIFAL - MG
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - ICSA

FRANCO MARTINEZ GIACOMELLI

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RETORNO DE AÇÕES EM IPOs

VARGINHA - MG
2019

FRANCO MARTINEZ GIACOMELLI

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RETORNO DE AÇÕES EM IPOs

Trabalho de conclusão de Piepex
apresentado ao Instituto de
Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal de Alfenas
como requisito parcial à obtenção
do título de Bacharel em Ciência e
Economia

Orientador: Marçal Serafim
Cândido

FRANCO MARTINEZ GIACOMELLI

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RETORNO DE AÇÕES EM IPOs

A banca examinadora abaixo-assinada, aprova o trabalho apresentado como parte dos requisitos de conclusão do curso de Bacharelado Interdisciplinar em Ciência e Economia da Universidade federal de Alfnas – Campus Varginha

Aprovado em:

Marçal Serafim Cândido

Assinatura: _____

Leandro Rivelli Teixeira Nogueira

Assinatura: _____

Robson Leandro da Silva Pereira

Assinatura: _____

RESUMO

A governança corporativa desenvolveu-se ao longo do século XX até chegar aos moldes atuais. No Brasil, como as empresas de capital aberto possuem diferentes características de governança corporativa, a Bolsa de Valores do Brasil (B3) criou diferentes segmentos de listagem, sendo eles: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Este trabalho tem como objetivo analisar três *IPOs* realizados em 2019 e identificar em qual segmento de listagem pertencia as empresas que obtiveram um melhor retorno. Para isso foram utilizados indicadores, índice de Sharpe e dois testes de hipótese para a média de populações com variância conhecida. O resultado obtido foi coerente com a teoria, evidenciando que empresas pertencentes do segmento novo mercado possuem um melhor retorno ajustado ao risco do que as demais nos primeiros meses de listagem na bolsa.

Palavras-chave: governança corporativa, segmentos de listagem, bolsa de valores.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Características dos segmentos de listagem	13
Quadro 2 - Índice de Sharpe de cada empresa analisada	18
Quadro 3 - Média dos retornos diários de cada ação analisada	18
Quadro 4 - Desvio padrão dos retornos diário das empresas analisadas	19
Quadro 5 - Coeficiente de variação das empresas analisadas	19
Quadro 6 - Cálculo da variável z para as ações de segmentos de listagem diferentes	20
Quadro 7 - Resultado da variável z entre C&A e Vivara.....	20

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3 – Brasil Bolsa Balcão

BMGB11 – *Units* do Banco BMG

BMGB4 – Ações preferenciais do Banco BMG

CEAB3 – Ações ordinárias da C&A

IPO - *initial public offering*

AÇÕES ON – Ações ordinárias

AÇÕES PN – Ações preferenciais

ROE – Retorno Sobre Patrimônio Líquido

ROIC – Retorno Sobre Capital Investido

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

VIVA3 – Ações ordinárias da Vivara

SUMÁRIO

1.Introdução	8
2. Um Retrospecto sobre a Governança Corporativa	9
2.1. Panorama Geral da Governança Corporativa	9
2.2 Níveis de Governança Corporativa em Empresas de Capital Aberto.....	10
2.2.1 Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2	11
2.2.2 Nível 1	11
2.2.3 Nível 2	12
2.2.4 Novo Mercado	12
3. Dados e metodologia	14
3.1 Dados.....	14
3.2 Metodologia.....	15
4. Resultados	17
4.1 Empresas analisadas.....	17
4.2 Análises Obtidas	18
5. Considerações finais	21
Referências Bibliográficas	22

1. Introdução

A governança corporativa desenvolveu-se ao longo do século XIX e XX principalmente nos Estados Unidos e Europa até chegar aos moldes atuais (SILVEIRA, 2015). Ela busca o alinhamento de interesses e dessa maneira pode gerar valor econômico para a instituição e também contribuir para a longevidade da mesma (IBGC, 2019). Com este intuito a Bolsa de Valores do Brasil (B3) desenvolveu diferentes segmentos de listagem baseada nas características de governança corporativa presentes nas organizações.

Como as empresas diferem entre si no nível de governança corporativa, este pode ser um dos fatores que afete a decisão dos investidores no momento de investir em uma nova empresa da bolsa de valores. Portanto, o objetivo deste trabalho é analisar três *IPOs* (*initial public offering*) realizados no Brasil em 2019 buscando identificar qual ação promoveu maior retorno para o acionista durante os primeiros meses de listagem.

Uma vez que o número de brasileiros que investem em ações é baixo, possivelmente pela falta de conhecimento ou aversão a volatilidade, o presente trabalho tem o intuito de auxiliar os investidores que buscam um melhor retorno em relação ao risco. Isso se dá através de uma pesquisa quantitativa sobre os *IPOs* realizados pelo BMG, Vivara e C&A.

Este estudo se divide em quatro seções, incluindo esta introdução. A seção seguinte apresenta a definição do conceito de governança corporativa. A terceira seção traz os dados e a metodologia. A última seção traz a análise das três empresas e os resultados obtidos.

2. Um Retrospecto sobre a Governança Corporativa

2.1. Panorama Geral da Governança Corporativa

Ao longo do século XIX nos Estados Unidos, as corporações adquiriram uma proporção colossal, tanto em número de funcionários quanto em acúmulo de poder. Nesta época destacaram-se John D. Rockefeller no ramo petrolífero e J.P Morgan no setor financeiro que posteriormente ficaram conhecidos como “barões ladrões”. Tendo em vista o tamanho das corporações que estavam sendo criadas, em 1911 a Suprema Corte Federal ordenou o desmembramento das mesmas e a partir de então as corporações deixaram de ter grupos controladores e passaram a ter acionistas. Neste momento a separação entre propriedade (acionista) e controle (gestor) passa a se tornar mais clara (SILVEIRA, 2015).

Tendo em vista essa separação e o poder dos gestores frente aos acionistas além da inquietação dos mesmos, os primeiros a questionarem isso foram Berle e Means em um artigo publicado em 1932. Este artigo retrata a passividade dos acionistas frente à falta de transparência dos gestores. (SILVEIRA, 2015).

Posteriormente, em 1976 veio a primeira teoria da governança corporativa, denominada de Teoria da Agência. Ela refere-se ao ato dos proprietários colocarem um executivo no controle para este tomar as decisões da empresa. No entanto, como ambas as partes são maximizadoras de utilidade, o gestor pode tomar uma decisão que não seja a melhor no ponto de vista do proprietário. Portanto, com o intuito de limitar as divergências de interesse, o principal pode aplicar incentivos ao gestor, ocasionando os custos de monitoramento. Além disso, pode ocorrer casos em que o principal pagará o agente para ele não tomar certas atitudes que prejudiquem o proprietário ou garantir que o mesmo seja recompensado caso tais atitudes sejam realizadas. Como na maioria dos casos é praticamente impossível garantir a custo zero que o gestor tomará as melhores decisões do ponto de vista do proprietário, toda perda monetária causada por esta divergência é chamada de “perda residual” (JENSEN; MECKLING, 1976).

Embora o debate da governança corporativa seja de meados do século XX, este assunto só chegou ao Brasil durante a década de 1990 durante as privatizações e somente em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA).

Posteriormente, em 1999, o IBCA tornou-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Segundo o próprio instituto, a governança corporativa pode ser definida como:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. (IBGC, 2019, p. 1)

Além disso, o IBGC utiliza quatro princípios básicos que permeiam a governança corporativa, sendo eles: transparência, equidade, *accountability* e responsabilidade corporativa. O primeiro trata da disponibilização de informações financeiras e não financeiras para todas as partes interessadas, além das impostas por leis e regulamentos. O segundo reflete sobre o tratamento isonômico a todos os stakeholders. O terceiro refere-se a prestação de contas de maneira clara e compreensível além de responder pela consequência de quaisquer atos omissos. O quarto busca reduzir as externalidades prejudiciais a organização e zelar pela viabilidade econômico-financeira (IBGC, 2019).

2.2 Níveis de Governança Corporativa em Empresas de Capital Aberto

Quem também se interessa pela governança corporativa é a Bolsa de Valores do Brasil (B3), dessa maneira ela protege tanto os grandes acionistas quanto os pequenos, podendo assim fomentar o mercado de capitais nacional. Portanto, a mesma desenvolveu cinco segmentos de listagem baseado justamente no nível de governança corporativa da empresa. Os segmentos são: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (B3, 2019). Cada segmento possui suas características, no entanto algumas delas são pertinentes a todos eles, tais como:

- *Free Float*: percentual de ações em livre circulação;
- *Tag Along*: este mecanismo iguala as condições entre acionistas majoritários e minoritários em caso de venda da empresa, assegurando um valor mínimo a ser recebido pelos menores acionistas;

- *Compliance*: estar dentro de todas as normas, controles internos e externos que a empresa esta exposta. Além disso, ter a certeza que a empresa esta seguindo todas as regulamentações dos órgãos de regulamentação;
- Conselho de administração: é responsável pelas estratégias da empresa, bem como pela supervisão das atividades gerais da mesma;
- Comitê de auditoria: órgão de controle para assegurar a transparência, equilíbrio e integridade das demonstrações financeiras;
- *Average daily trading volume* (ADTV): indicador utilizado para medir o volume de negociações de determinado ativo na bolsa;
- Auditoria interna: busca analisar o nível de segurança dos controles internos da organização e havendo alguma irregularidade deve aponta-las e propor melhorias;

Portanto, nos próximos subtítulos serão evidenciados como cada característica foi pautada em cada segmento de listagem.

2.2.1 Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

O segmento Bovespa Mais foi desenvolvido para fomentar o mercado de ações brasileiro. Ele é voltado para empresas que buscam entrar no mercado de forma gradual e ir se preparando para os elevados padrões de governança corporativa e transparência. Outra vantagem desse segmento é a listagem sem necessidade de realizar o *IPO*. No entanto as obrigações desse segmento são: emitir somente ações ordinárias, ter 25% de *free float* a partir do sétimo ano de listagem, 100% de *Tag Along* para ações ordinárias e um conselho de administração com no mínimo três membros. Auditoria interna, *Compliance*, reunião pública anual e comitê de auditoria são facultativos. O segmento Bovespa Mais Nível 2 possui as mesmas características do Bovespa Mais, no entanto é permitida a emissão de ações preferenciais com *Tag Along* de 100% assim como as ordinárias. (B3, 2019).

2.2.2 Nível 1

Neste segmento empresas devem seguir pressupostos que fomentem a transparência e o acesso a informações pelos investidores. É permitida a emissão de ações preferenciais e

ordinárias, porém com *Tag Along* de 80% somente para as ordinárias. Além disso, devem manter no mínimo 25% de *free float*, conselho de administração com no mínimo três membros e reunião pública anual presencial. Auditoria interna, comitê de auditoria e *compliance* são facultativos (B3, 2019).

2.2.3 Nível 2

As empresas listadas no segmento Nível 2 podem emitir ações ordinárias e preferenciais, com no mínimo 25% de *free float* e 100% de *Tag Along* para ambas as ações. O conselho de administração deve possuir no mínimo cinco membros sendo 20% independentes e a reunião pública anual deve ser presencial. Auditoria interna, comitê de auditoria e *compliance* são facultativos (B3, 2019).

2.2.4 Novo Mercado

O segmento Novo Mercado teve início no ano de 2000 e estabelece um padrão de governança corporativo diferenciado. Este segmento aumenta o direito dos acionistas devido às regras que devem ser adotadas pelas empresas. As ações emitidas devem ser somente ordinárias com *free float* mínimo de 25% ou de 15% caso o ADTV seja superior a R\$ 25 milhões e *Tag Along* de 100% para as ações. Além disso, o conselho de administração deve possuir no mínimo três membros sendo dois deles ou 20% (o que for maior) independentes. As reuniões devem ser realizadas em até cinco dias úteis após a divulgação dos resultados trimestrais de maneira presencial, teleconferência ou outro modo que seja apto a participação a distância. O comitê de auditoria e a auditoria interna são obrigatórios, assim como a implementação de um programa de *compliance* (B3, 2019).

A seguir, o quadro 1 coloca as características de cada segmento lado a lado facilitando a comparação entre eles.

Quadro 1 - Características dos segmentos de listagem

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Capital Social	Ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN	Ações ON e PN	Ações ON
<i>Free Float</i>	25% a partir do sétimo ano de listagem	25% a partir do sétimo ano de listagem	25%	25%	25% ou 15% caso o ADTV seja superior a R\$25 milhões
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de três membros	Mínimo de três membros	Mínimo de três membros	Mínimo de cinco membros sendo 20% independentes	Mínimo de três membros sendo dois deles ou 20% (o que for maior) independentes
<i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON
<i>Compliance</i>	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatório
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatório
Auditoria Interna	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatório
Reunião pública anual	Facultativo	Facultativo	Obrigatório (presencial)	Obrigatório (presencial)	Em até cinco dias úteis após a divulgação dos resultados trimestrais de maneira presencial, teleconferência ou outro modo que seja apto à participação à distância.

*Fonte: B3

Os segmentos apresentados no quadro 1 estão em ordem crescentes de governança corporativa da esquerda para a direita. Entretanto, as empresas analisadas neste estudo pertencem ao Nível 1 e Novo Mercado.

3. Dados e metodologia

3.1 Dados

Para realização do trabalho, o valor das cotações do BMG¹, Vivara² e C&A³ foram obtidos através do Yahoo Finanças, desde o *IPO* até o último dia de negociação de novembro. No entanto, as *units* do BMG foram negociadas até o dia 28 de novembro dando lugar para as ações preferenciais com código de negociação “BMGB4”. Portanto as cotações do BMG foram analisadas até 28 de novembro. Além disso, os valores da taxa de juros mensal livre de risco (Selic) dos meses da análise foram obtidos no site da Receita Federal⁴ e trazidos para a taxa diária utilizando-se para isso somente os dias úteis de cada mês, através da Eq. 1.

$$i_d = (1 + i_m)^{\frac{d}{m}} - 1 \text{ (Eq. 1)}$$

Em que i_d representa a taxa de juros diária, i_m é a taxa Selic mensal, d são os dias úteis do mês e m é o número de meses.

Além do cálculo acima, foi realizada a acumulação das taxas de juros diária do período através da seguinte fórmula:

$$i_a = ((1 + i_o) \times (1 + i_n)^d - 1) \text{ (Eq. 2)}$$

Em que i_a representa a taxa acumulada, i_o é igual a taxa de juros diária do mês de outubro e i_n é igual a taxa de juros diária do mês de novembro.

¹ Disponível em: <http://br.financas.yahoo.com/quote/BMGB11.SA/history?p=BMGB11.SA>. Acesso em: 06 de dez de 2019

² Disponível em: <http://br.financas.yahoo.com/quote/VIVA3.SA/history?p=VIVA3.SA&.tsrc=fin-srch>. Acesso em 06 de dez de 2019

³ Disponível em: <http://br.financas.yahoo.com/quote/CEAB3.SA/history?p=CEAB3.SA&.tsrc=fin-srch>. Acesso em 06 de dez de 2019

⁴ Disponível em: <http://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic>. Acesso em: 05 de dez de 2019

3.2 Metodologia

Neste estudo, com o intuito de analisar o retorno sobre cada ativo foi utilizado o índice de Sharpe. Este índice mede a relação entre retorno e volatilidade. Portanto, quanto maior o valor encontrado melhor, pois estará remunerando mais em relação ao risco (BODIE, KANE, MARCUS; 2010). Logo, espera-se que o valor das empresas listadas no novo mercado possua um valor maior que as demais. A fórmula do índice de Sharpe é dada por:

$$IS = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (\text{Eq. 3})$$

Em que r_p representa o retorno médio dos ativos, r_f corresponde à taxa de juros livre de risco representada pela taxa Selic diária do período analisado e σ_p é o desvio-padrão do ativo durante o período analisado.

Ademais, para a realização deste estudo, também foram utilizados três indicadores, sendo eles: média dos retornos diários, desvio padrão dos retornos diários e coeficiente de variação da cotação de cada ativo. Para obter o valor do primeiro indicador, é necessário previamente calcular o retorno diário de cada ativo através da fórmula:

$$RD = \frac{C_t - C_{t-1}}{C_{t-1}} \quad (\text{Eq. 4})$$

Nesta fórmula, RD representa o retorno diário, C_t é a cotação do ativo no dia t e C_{t-1} é a cotação do ativo no dia t-1. Após calculado o retorno diário para todos os dias de negociação analisados, calcula-se a média aritmética dos retornos diários através da seguinte equação:

$$MRD = \frac{\sum RD}{n} \quad (\text{Eq. 5})$$

Em que $\sum RD$ significa o somatório de todos os retornos diários obtidos em determinado ativo e n são os números de dias de negociação do ativo. Com esse valor, é possível identificar qual ativo possuiu uma média de variação de retornos maior ao longo do período analisado.

O segundo indicador, desvio padrão é calculado através da seguinte equação:

$$DP = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - MRD)^2}}{n} \quad (\text{Eq.6})$$

Na equação 6, x_i representa o valor da cotação na posição i , MRD é a média de retornos diários e n são os dias de negociação do período analisado. Através deste indicador, é possível analisar o grau de dispersão dos retornos de cada ativo.

O terceiro indicador, coeficiente de variação da cotação de cada ativo, é obtido através da seguinte fórmula:

$$CV = \frac{MC}{DPC} \times 100 \quad (\text{Eq.7})$$

Nesta equação, MC representa a média aritmética das cotações de cada ativo, obtido através da soma das cotações e dividido pelo número de dias analisados e DPC é o desvio padrão das cotações. Este indicador também é utilizado para medir a dispersão de um valor em relação a sua média. Portanto, quanto menor este valor, melhor o resultado da empresa, pois esta variando menos de preço ao longo do tempo.

Além disso, foi utilizado o teste de hipótese para a média de populações com variância conhecida. Onde há a hipótese nula (H_0) e hipótese alternativa (H_1) e utiliza-se a variável Z como critério (MORETTIN, 2010). A variável Z é calculada como:

$$Z = \frac{\bar{x} - \mu_{H_0}}{\sigma_{\bar{x}}} \quad (\text{Eq. 8})$$

Nessa fórmula a variável \bar{x} representa a média do retorno ativo, $\sigma_{\bar{x}}$ é igual ao desvio-padrão do ativo e μ_{H_0} representa a média do ativo de hipótese nula. Ademais, foi considerado o nível de significância igual a 5%. Na hipótese nula é considerado que o retorno das empresas do novo mercado seja igual ao da empresa de Nível 1 e na hipótese alternativa é considerado que o retorno das empresas do novo mercado seja diferente do retorno da empresa do Nível 1. Logo, espera-se que a hipótese alternativa seja confirmada pelo estudo. Portanto, tem-se:

$$\begin{cases} H_0 : \bar{x} = \mu_0 \\ H_1 : \bar{x} \neq \mu_0 \end{cases} \quad (\text{Eq. 9})$$

Um segundo teste de hipótese para a média de populações com variância conhecida, porém somente com as empresas do segmento Novo Mercado, utilizando-se o valor de significância de 5%. Na hipótese nula é considerado que o retorno entre as empresas seja nulo. Na hipótese alternativa, considera-se que o retorno entre as empresas seja diferente. Portanto espera-se que a hipótese nula seja confirmada.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \bar{x} = \mu_0 \\ H_1 : \bar{x} \neq \mu_0 \end{array} \right\} \text{ (Eq. 10)}$$

4. Resultados

4.1 Empresas analisadas

A primeira empresa analisada é o Banco BMG. Uma instituição financeira privada fundada em 1930 pela Família Guimarães. Posteriormente no final da década de 90 se tornou líder no mercado no segmento de concessão de empréstimos consignados, tornando-se referência no setor (BMG, 2019). No dia 28 de outubro de 2019 o banco realizou seu *IPO* entrando para o segmento Nível 1 da B3. O preço alvo era de R\$ 11,60 por ação preferencial e código de negociação “BMGB4”. Entretanto, com o aumento de capital provido pelo *IPO* o banco ainda espera a aprovação do Banco Central e devido a isso, foram emitidas apenas *units*, com código de negociação “BMGB11”. Cada *unit* é composta por uma ação preferencial e três recibos de subscrição. Cada recibo dá ao investidor o direito de recebimento de uma ação após a homologação do Banco Central (BMG, 2019).

A segunda empresa analisada foi a C&A. Fundada em 1841 pelos irmãos Clemens e August na Holanda. Sua chegada ao Brasil se deu em 1976 na cidade de São Paulo atuando no setor de varejo de modas brasileiro. Atualmente conta com mais de 280 lojas e 15 mil funcionários (C&A, 2019). No dia 28 de outubro de 2019 a empresa começou a negociar suas ações, participando do segmento Novo Mercado da B3. O preço alvo de suas ações era de R\$ 16,50, negociadas com o código “CEAB3” (C&A, 2019).

A terceira empresa analisada foi a Vivara. Uma empresa familiar fundada em 1962 em São Paulo que atuava no segmento de joias. Atualmente a empresa possui mais de 230 pontos de vendas no Brasil e um portfólio de produtos entre joias, acessórios, relógios, fragrâncias e a marca Life By Vivara (VIVARA, 2019). A empresa realizou seu *IPO* no dia 10 de outubro

de 2019 participando do segmento Novo Mercado da B3. Seu preço alvo era de R\$24,00 por ação, sendo negociadas pelo código “VIVA3” (VIVARA, 2019).

4.2 Análises Obtidas

Após realizados os cálculos do índice de Sharpe, os resultados são evidenciados pelo quadro 2:

Quadro 2 - Índice de Sharpe de cada empresa analisada

BMGB11	CEAB3	VIVA3
-0,44535557	-0,0080151	-0,0197779

*BMGB11 representa as *units* do banco BMG;
CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A;
VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

Embora todos os resultados tenham sido negativos, as empresas listadas no Novo Mercado obtiveram um resultado superior em relação ao BMG. Portanto, elas estão possuindo um melhor retorno frente à variabilidade do período, com destaque para a C&A que possui o maior índice entre as três ações, ficando de acordo com pressuposto teórico no qual empresas com melhor governança são geram um melhor retorno para o acionista.

Além disso, o resultado acima pode ser reforçado através da média do retorno diário dos três ativos como evidencia quadro abaixo:

Quadro 3 - Média dos retornos diários de cada ação analisada

Retorno BMGB11	Retorno CEAB3	Retorno VIVA3
-1,431%	-0,023%	-0,029%

*BMGB11 representa as *units* do banco BMG; CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A; VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

Segundo o quadro 3, os retornos de C&A e Vivara embora tenham sido negativos, foram muito próximos de zero. Enquanto isso, o BMG aferiu um retorno muito inferior em relação às outras empresas. Mostrando-se não ser tão atrativo aos investidores quanto às outras empresas analisadas.

Corroborando com as afirmações supracitadas, o desvio padrão dos retornos diários são evidenciados pelo quadro 4 salientando o desempenho inferior da empresa listada no Nível 1.

Quadro 4 - Desvio padrão dos retornos diário das empresas analisadas

BMGB11	CEAB3	VIVA3
3,125%	2,927%	1,516%

*BMGB11 representa as *units* do banco BMG; CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A; VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

Segundo o quadro 4 é possível identificar um maior desvio padrão da empresa com o menor nível de governança corporativa. Isso significa que ela variou mais do que as demais ao longo dos dias. Portanto pode ser menos atrativa do que as outras empresas analisadas. Além disso, a Vivara possui um menor desvio padrão entre as três analisadas, possuindo a cotação mais constante ao longo do período.

Além desses indicadores, outro indicador que contribui negativamente para o BMG é o coeficiente de variação evidenciado pelo quadro 5:

Quadro 5 - Coeficiente de variação das empresas analisadas

BMGB11	CEAB3	VIVA3
10,97%	5,50%	1,56%

*BMGB11 representa as *units* do banco BMG; CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A; VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

Seguindo o mesmo padrão dos quadros anteriores, no quadro 5 que evidencia os coeficientes de variação de cada empresa, o BMG apresentou o pior resultado entre as empresas analisadas. O coeficiente de variação das *units* do banco foi muito superior que as demais. Neste indicador, a Vivara possuiu um melhor resultado. Portanto, as ações da Vivara apresentaram cotações menos voláteis do que as do BMG. Dessa maneira ela pode ser mais atrativa aos investidores que buscam menos riscos.

Após evidenciados as análises acima, é possível identificar que as empresas que possuem um maior nível de governança corporativa possuíram os melhores indicadores de média dos retornos diários, desvio padrão dos retornos diários e coeficiente de variação. Portanto, além de promoverem um melhor retorno, elas foram menos voláteis durante o

período analisado. Dessa maneira, como a própria literatura retrata, quanto maior o nível de governança corporativa, mais atrativa a empresa se torna para o investidor.

De acordo com a primeira análise de hipótese para a média de populações com variância conhecida, realizada com as empresas em diferentes segmentos de listagem, a variável z encontrada foi:

Quadro 6 - Cálculo da variável z para as ações de segmentos de listagem diferentes

BMGB11 e CEAB3	BMGB11 e VIVA3
0,48	0,92

*BMGB11 representa as *units* do banco BMG;
CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A; VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

O cálculo entre BMG e C&A resultou em um z com valor de 0,48, enquanto entre BMG e Vivara a variável z foi de 0,92. Entretanto, utilizando o nível de significância de 5% para os dois casos, a região de não rejeição da hipótese H_0 segundo a tabela de distribuição normal é entre -1,96 e 1,96. Portanto, adotando tal nível de significância aceita-se a hipótese nula. Dessa maneira, os retornos das ações de Nível 1 e Novo Mercado, são iguais utilizando tal nível de significância, embora os retornos do BMG sejam inferiores como mostra o quadro 3. Uma possível explicação para o resultado, talvez seja o fato das empresas ainda possuírem pouco tempo de listagem. Pois ao passar dos anos e com mais demonstrações financeiras sendo divulgadas, as empresas do Novo Mercado podem apresentar melhores resultados e assim gerarem retornos superiores ao da empresa de Nível 1, confirmando o pressuposto teórico.

Além disso, o segundo cálculo de hipóteses para média de populações com variância conhecida realizado entre C&A e Vivara, o resultado obtido na variável z é evidenciado pelo quadro 7:

Quadro 7 - Resultado da variável z entre C&A e Vivara

CEAB3 e VIVA3 0,002

*CEAB3 representa as ações ordinárias da C&A; VIVA3 representa as ações ordinárias da Vivara.

Como o nível de significância foi de 5%, a região de não rejeição de H_0 esta entre -1,96 e 1,96. Dessa maneira aceita-se a hipótese H_0 . Portanto, comprova-se que os retornos das empresas do novo mercado são iguais utilizando-se o nível de significância igual a 5%. Isso se deve ao fato dos retornos dessas empresas serem muito similares como mostra o quadro 3, comprovando-se o pressuposto teórico sobre as empresas do segmento Novo Mercado possuírem um retorno superior aos demais segmentos.

5. Considerações finais

Este estudo mostrou desde a origem do pensamento sobre governança corporativa até os dias atuais, salientando os diferentes níveis de governança das empresas listadas na B3. Foi possível identificar que quanto maior o nível de governança corporativa, mais as empresas preocupam-se com seus valores e com seus acionistas.

O objetivo do trabalho foi analisar em quais segmentos de listagem pertenciam as empresas que possuíram o maior retorno no período analisado. Portanto, com os resultados obtidos, é possível concluir que as empresas que estão listadas no segmento Novo Mercado promoveram um ganho de capital maior para seus acionistas em relação às empresas listadas no segmento Nível 1. Conseqüentemente estas empresas permanecem mais próximas de seus prospectos definitivos alguns meses depois de terem realizado seus respectivos *IPOs*.

Contudo, embora este estudo tenha apresentado um resultado positivo frente aos pressupostos teóricos, ele ainda possui algumas limitações devido ao fato de terem sido usados poucos indicadores e pouco tempo de listagem de cada empresa. Isto abre espaço para novas pesquisas na área que possam utilizar além da cotação das ações, mas também os demonstrativos contábeis das empresas e assim comparar lucro líquido, margem líquida além

de indicadores financeiros como ROE, ROIC entre outros. Podendo assim gerar análises mais contundentes reforçando ainda mais a importância da governança corporativa no ambiente empresarial.

Referências Bibliográficas

B3. Segmentos de listagem. 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>.

Acesso em: 26 de nov. 2019

BANCO BMG INVESTIDORES. Histórico. Disponível em:

<<http://bancobmg.mzweb.com.br/o-banco/historico/>>. Acesso em: 26 de nov. 2019

BANCO BMG INVESTIDORES. Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão do Banco BMG. 2019.

Disponível em: <http://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/36848d56-31bb-401a-8389-1b644ed376f2/caa406f4-0f65-4dd8-a1d0-3a4f7eab89ee_Prospecto%20Definitivo.pdf>.

Acesso em: 26 de nov. 2019

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A.; Investimentos. São Paulo: AMGH Editora Ltda, 2010.

C&A. História. 2019. Disponível em: <<http://ri.cea.com.br/a-companhia/historia/>>.

Acesso em: 26 de nov. 2019

C&A. Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da C&A. Disponível em: <http://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/402adf94-e9a7-4c66-9bd9-3d0ec018abd5/32ed365d-0bf9-425b-8827-d4069c3a44d2_Prospecto%20Definitivo.pdf>.

Acesso em: 26 de nov. 2019

IBGC. Princípios que geram valor de longo prazo. 2019. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: 26 de nov. 2019

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.; Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

MORETTIN, L.G.; Estatística Básica probabilidade e inferência. São Paulo: Pearson, 2010.

RECEITA FEDERAL. Taxa de Juros Selic. Disponível em:

<<http://receita.economia.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic>>. Acesso em: 09 de dez. 2019

SILVEIRA, A, M. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. 2. ed. Rio de Janeiro. Elsevier: 2015.

VIVARA. **Conheça a Vivara.** Disponível em: <<http://www.vivara.com.br/conheca-a-vivara>>. Acesso em: 26 de nov. 2019

VIVARA. **Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Vivara.** Disponível em: <http://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/61a4df2d-a461-44d6-9128-da74058019db/80993224-4079-4d2f-afad-3a7d3b108f46_Prospecto%20Definitivo.pdf>. Acesso em: 26 de nov. 2019

YAHOO FINANÇAS. **Banco BMG S.A (BMGB11.SA).** Disponível em: <<http://br.financas.yahoo.com/quote/BMGB11.SA/history?p=BMGB11.SA&.tsrc=fin-srch>>. Acesso em: 06 de dez. 2019

YAHOO FINANÇAS. **C&A Modas S.A. (CEAB3.SA).** Disponível em: <<http://br.financas.yahoo.com/quote/CEAB3.SA/history?p=CEAB3.SA&.tsrc=fin-srch>>. Acesso em 06 de dez. 2019.

YAHOO FINANÇAS. **Vivara Participações S.A. (VIVA3.SA).** Disponível em: <<http://br.financas.yahoo.com/quote/VIVA3.SA/history?p=VIVA3.SA&.tsrc=fin-srch>>. Acesso em: 06 de dez. 2019