

## QUALIFICAÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO A PARTIR DA ANÁLISE MULTICRITÉRIO

Raul Antonio Cabral<sup>1</sup>  
Ricardo André da Costa<sup>2</sup>

### Resumo

As boas práticas de Governança Corporativa buscam mitigar conflitos de interesse no mercado financeiro, trazendo melhores resultados às empresas e a seus sócios. Nesse sentido, a Governança Corporativa funciona como instrumento de alinhamento entre propriedade e gestão de capital aberto. A bolsa de valores brasileira, como órgão promotor de governança corporativa busca diferenciar a qualidade da governança corporativa das empresas listadas através dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Esse estudo se propõe a hierarquizar as empresas do índice Bovespa de acordo com a qualidade de seus indicadores de Governança Corporativa. Para isso, será utilizada metodologia de análise Multicritério TOPSIS, ideal para lidar com diversas variáveis ao mesmo tempo. A proposição de um rol classificatório busca dar suporte à tomada de decisão do investidor. Os resultados apontam que há variação suficiente nas notas de qualidade dos indicadores de governança corporativa, a ponto de justificar a pré-seleção de ativos por meio da metodologia proposta pelos *Stakeholders*.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Análise Multicritério; TOPSIS; Empresas de capital aberto

**Classificação JEL:** G10, G18

**Sessão Temática:** Área 4 - Finanças

### Abstract

*Good Corporate Governance practices seek to mitigate conflicts of interest in the financial market, bringing better results to companies and their partners. In this sense, Corporate Governance works as an instrument of alignment between ownership and management of publicly traded capital. The Brazilian stock exchange, as a promoter of corporate governance, seeks to differentiate the quality of corporate governance of listed companies through the Differentiated Levels of Corporate Governance. This study proposes to rank the companies in the Bovespa index according to the quality of their Corporate Governance indicators. For this, TOPSIS Multicriteria analysis methodology, which is ideal for dealing with several variables at the same time, will be used. The proposition of a classification list seeks to support the investor's decision-making. The results indicate that there is enough variation in the quality scores of the corporate governance indicators, to the point of justifying the pre-selection of assets through the proposed methodology by the stakeholders.*

**Keywords:** Corporate Governance; Multicriteria Analysis; TOPSIS; Public companies

**JEL Code:** G10, G18

**Thematic Session:** 4 - Finance

---

<sup>1</sup> Bacharel em Administração pelo IFES, e-mail: raulcabral75@gmail.com

<sup>2</sup> Doutorando em Economia pela UFES, e-mail: ricardo-andre.costa@ifes.edu.br

## QUALIFICAÇÃO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO A PARTIR DA ANÁLISE MULTICRITÉRIO

### 1. Introdução

O mercado financeiro mundial acumula mais patrimônio a cada década, com relações de internacionalização e expansões feitas através de diversos mecanismos de crescimento orgânico, com melhora de receita e lucro por exemplo, ou inorgânico, tal qual as fusões e aquisições de empresas menores, formando aglomerados corporativos que lidam com capital financeiro, como evidencia Guttman (1996). Tais mecanismos possuem como efeito colateral o aumento da complexidade organizacional (ÁLVARES *et al*, 2008). Quanto maior o nível de organização requerido pelas empresas e das suas respectivas áreas de atuação, maior seu nível de complexidade, por conseguinte, cresce a urgência de mecanismos de controle para evitar que sua atuação ocorra às margens da lei.

Pela natureza da governança corporativa (GC), convém ressaltar a importância da discussão sobre o assunto partindo da ótica dos problemas que justificaram sua criação. Silveira e Barros (2008), por exemplo, atestam que o estopim para a criação da governança corporativa foi a adoção em massa da listagem de patrimônio na forma de ações.

Em dado momento, as empresas precisam buscar capital através de instrumentos de financiamento coletivo, sendo o mais famoso e bem sucedido a bolsa de valores mobiliários. Nessa relação, Guttman (1996) explica que as empresas atraem recursos de agentes superavitários para seus cofres a fim de subsidiar expansão e investimentos, com a expectativa de expansão de capital produtivo, enquanto os agentes superavitários, também chamados de poupadores e investidores, investem na expectativa de retorno financeiro condizente com o risco que estão a tomar.

Diferente do que ocorre em muitas empresas de capital fechado, cujo proprietário também acumula funções de gestão, as sociedades anônimas de capital aberto (SAs) não vinculam aos acionistas o dever de gerir a empresa, atribuindo esse aos gestores, responsáveis pela direção da organização (BRAVERMAN, 1987). Segundo Álvares *et al* (2008), uma vez que os gestores podem agir sem o consentimento dos acionistas e até mesmo contra os interesses dos sócios, geram-se os chamados conflitos de agência, caracterizados pela distinção de opiniões decisivas para o futuro da empresa, com proprietários decidindo tomar o caminho A e gestores decidindo tomar o caminho B, o que pode impedir a plena execução de direitos básicos tais como o direito a recepção de dividendos, de plena execução de voto, de venda de ativos sem autorização de toda a base acionária ou até expropriação de ações.

Apesar do termo governança ser cunhado apenas mais à frente, há legislação datada do século XVIII que evita possíveis transtornos aos sócios causados pela gestão da companhia, que por vezes contrariava a vontade dos donos de ações, arbitrando a expropriação de ações e não pagamento de dividendos (ROSSETTI e ANDRADE, 2014). Tornou-se assim necessária a instituição de uma série de mecanismos que possuam como princípios: Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa (IBGC, 2009), a fim de pautar um mesmo direcionamento entre proprietários e gestores.

Ainda segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), define-se governança corporativa como: “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.”

Nessa perspectiva, propõe-se a governança corporativa como solução aos conflitos de interesse, também chamados conflitos de agência, visto que esses desalinhamentos entre gestores e proprietários são fonte de ineficiência gerencial, pela ausência de algum dos princípios da governança corporativa, além desta ser, em alguma medida, o fator decisivo para confiabilidade dos *stakeholders* (ÁLVARES, 2008; SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Há também que se falar da GC sob a perspectiva do investidor tomador de risco. Essa ótica aproxima a governança de um sistema de freios e contrapesos, capaz de suavizar solavancos de mercado em um ativo cuja gestão contraria a base acionária, por exemplo.

Sob a perspectiva do investidor, o investimento é feito sob a perspectiva de gerar retorno condizente com risco que o atrela, bem como pelo montante aplicado e tempo de aplicação. Essa expectativa de geração de valor e retorno financeiro individual, bem como o distanciamento gerencial, pode aumentar o desequilíbrio dessa relação entre risco e retorno:

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, onde as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas. (SILVEIRA; CAMPOS BARROS, 2008, p. 514)

Por conseguinte, de acordo com Silveira (2002), uma empresa que atenda aos códigos de práticas necessárias tende a potencializar relações com seus parceiros, por não manter vícios de falta de comunicação ou conflitos de interesse que possam deturpar a precificação de ações no mercado.

Os parceiros, também chamados de *stakeholders*, são definidos, em um primeiro momento, como os sócios, proprietários das empresas. Contudo, esse conceito lida com barreiras, afinal, se apenas os acionistas forem reconhecidos como *stakeholders* e a geração e distribuição de valor aos acionistas forem os únicos propósitos da gestão, a empresa deixa de gerar benesse à suas relações externas. Sob essa ótica, Freeman (1984) explana em sua obra que, para abranger pessoas e entidades que possuem relações de propriedade, emprego, ou clientela com uma empresa deve-se ampliar a noção de *Stakeholder*.

Os *stakeholders*, conforme Clarkson (1995), são classificados entre primários e secundários de acordo com o seu grau de “simbiose” com a atividade fim da empresa. Os primários se relacionam diretamente com a operação da empresa, facilitando seu êxito ou interferindo nele, sendo assim essenciais para a sobrevivência da empresa. Por conseguinte, os secundários seguem influenciando e sendo influenciados, mas sem a importância vital na corporação. O melhor atendimento possível aos *stakeholders* tenderia a gerar performances mais competitivas, através da confiança de proponentes de recursos em melhores condições de juros e pagamento (relação de risco x retorno), de bancos a investidores, mas também de agentes deficitários, tais como clientes e comunidades ao entorno (ÁLVARES *et al.*, 2009).

Ademais, particularidades de um determinado ambiente contratual são fatores que influenciam diretamente as boas práticas de governança. À esse respeito, Aldrighi, Mazzer e Neto (2007) evidenciam os efeitos dessa não atuação por parte do Estado (inércia legal) como propositor da governança no quesito proteção legal inadequada. Por conseguinte, os propositores da Governança no ambiente de capital aberto possuem desafio duplo, compreender o estado da arte e propor soluções através de mecanismos plausíveis.

Uma das principais investidas da Bolsa de Valores Brasileira, a B<sup>3</sup>, foi a criação dos segmentos de mercado, na forma de Níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). Os níveis diferenciados agem como selo de qualidade que indica o quão atualizado está o conjunto de normas de GC praticado pelas empresas. Através dele, Investidores pessoa física, agências de *Rating*, Fundos de investimento e demais Stakeholders podem analisar uma empresa, o que o configura como importante fator de tomada de decisão aos *Stakeholders*, sobretudo em nível nacional.

A B<sup>3</sup> descreve o NDGC como uma segmentação necessária para denotar perfis de governança diferentes às empresas listadas. São níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais 1 e Bovespa Mais 2 (B3, 2022).

O NDGC engloba as empresas em cada um de seus segmentos de acordo com seus indicadores, de forma eliminatória, isto é, deixando em nível mais baixo as empresas que não atendem ao padrão e premiando aquelas que o atingem com a adesão ao nível mais alto, o Novo Mercado.

A definição de Governança Corporativa de Shleifer e Vishny (1997) de que as práticas de governança lidam essencialmente com caminhos de retorno do recurso financeiro que os agentes superavitários - acionistas e credores - investiram na empresa. Esse estudo adota essa perspectiva e busca olhar para a abordagem do tema através do papel da empresa que atua como Bolsa de Valores brasileira, a B<sup>3</sup> - Brasil, Bolsa, Balcão - verificando como a metodologia de análise multicritério pode contribuir para a classificação das empresas de acordo com a qualidade de sua governança corporativa a qual se propõe o NDGC(B3, 2022).

Diante do exposto, o presente trabalho pretende responder ao seguinte questionamento: “Existe diferença substancial entre os indicadores das empresas participantes do índice Bovespa?”. A pergunta se expande mesmo para empresas que não aderem ao NDGC, a fim de criar um ranking que inclua todo o *index* IBOV. Os dados a serem trabalhados serão de fontes secundárias, que podem ser encontrados abertamente em portais de relações com investidores de cada empresa, de acordo com a lei 6.404/76.

A ideia é verificar a hipótese de que seja plausível ao investidor físico e institucional utilizar-se de uma pré-seleção de ativos para além do NDGC, tendo em vista as particularidades que as empresas podem ter entre si, além de verificar se a metodologia se adequa ao que a Bolsa de valores faz através do NDGC. Dessa forma, o *Ranking* funciona com um instrumento suplementar, que se propõe a uma etapa classificatória, ao invés de eliminatória.

O mecanismo de NDGC da B<sup>3</sup> atua como sistema mor de padronização da governança corporativa das empresas de capital aberto da bolsa brasileira, mas a inclusão de todas as empresas aderentes em cada um dos “degraus de qualidade” propostos não significa necessariamente que as participantes do nível mais alto se igualem ao que seria a excelência. Não obstante, empresas que não aderem ao NDGC não necessariamente possuem práticas defasadas de GC.

Ante ao exposto, o seguinte trabalho se justifica a preencher essa lacuna através da proposição de uma ferramenta que classifique as empresas dentro de seus níveis no NDGC. A classificação proposta estabelece uma hierarquia entre as empresas, como fruto da análise de seus indicadores de GC pelo método de análise multicritério TOPSIS. Em posse dos dados e dos resultados obtidos, espera-se que este estudo contribua com a literatura de forma a propor auxílio à tomada de decisão dos *stakeholders* no que tange à análise de qualidade da governança corporativa dentre as empresas mais relevantes do mercado financeiro brasileiro. Se afirmativa, a hipótese pode sugerir que empresas de *Rating* e a própria Bolsa de Valores atualizem o NDGC para uma metodologia de segmentação classificatória.

Nesse sentido, o objetivo geral deste trabalho é propor uma classificação das empresas participantes do índice Bovespa a fim de ranquear em rol exaustivo as corporações quanto à qualidade de sua governança corporativa para além dos NDGC, fornecendo informações relevantes à tomada de decisão dos *stakeholders*.

## **2. O mercado financeiro e a importância da governança corporativa**

### **2.1 A sociedade anônima de capital aberto**

O capitalismo se consolidou com a revolução industrial. A partir dela, a produtividade deixou de estar vinculada à quantidade de terra possuída pelo agricultor e passou a estar vinculada à quantidade de capital que o capitalista possui para investir em produção (ROSSETI e ANDRADE, 2014). Com aumento de produtividade, o lucro possibilitou rápida expansão com a descoberta de novas tecnologias de automação somada à baixa nos custos advinda das economias de escala.

Esse movimento, chamado de “ascensão do capital” por Álvares, *et al.*(2009), resultou na criação de *clusters* e cartéis, além dos primeiros casos de “*mergers and acquisitions*” gerando grandes corporações manufatureiras, com notáveis exemplos nos ramos de siderurgia, automobilismo e infraestrutura de transportes ainda no fim do século XVIII. Nesse contexto, as já existentes empresas de capital aberto foram incorporadas pelo movimento de ascensão do capital sob a figura dos empresários fabris.

Tais empresários não eram fidalgos, mas sim intrépidos aventureiros que traziam novidades a um mercado ainda imaturo:

A maior parte dos grandes inventores que a promoveram não provinha de linhagens nobres, era de origem humilde e buscou associações com empreendedores sagazes para viabilizar a produção em série de seus inventos. Estes tinham o olhar voltado para a mobilização de recursos, tanto de alavancagem financeira, quanto de participações acionárias, com notório talento para a geração de lucros. Como “capitães de indústria”, eram dotados de indomável impulso para o êxito nos negócios e para as oportunidades de acumular fortunas. Assim foram Carnegie, no aço; Armour e Swift, nas carnes industrializadas; Rockefeller, no petróleo; Harriman e Huntington, nas ferrovias; McCormick, na indústria de bens de capital. (ROSSETI E ANDRADE, 2014, p.43)

Nessa época com o aumento de empresas que seguiam tais diretrizes, passa-se a desvencilhar a gestão das empresas de sua posse, uma vez que esses empreendedores lideravam as corporações, que eram agora financiadas por acionistas anônimos, os quais ajudaram a expandir as corporações de capital aberto para os principais setores da economia europeia e estadunidense (BRAVERMAN, 1987).

O desenvolvimento do mercado de capitais somado a otimismo exacerbado elevou o nível de produção para além da demanda, no fim dos anos 20, que se misturou nos demais fatores que culminaram no *crash* de 1929, que ficou conhecida por ser uma das maiores crises do século, e também por ser um momento em que o mercado financeiro global refletiu sobre as práticas de especulação e gerenciamento de capital, com o desenvolvimento de teorias econômicas com maior grau de intervenção (Álvares *et al.*, 2008).

Em 1932, foi publicado por Berle e Means (ALVARES *et al.*, 2008) a obra *The Modern Corporation and Private Property*, que propôs o debate acerca do problema de agência e direito dos acionistas ante o risco de conflito de interesse, essa foi considerada precedente da Governança Corporativa.

## 2.2 Governança Corporativa

Voltada à diminuição do risco de agência ao evitar conflitos de interesse, a Governança se pauta na aplicação de conceitos éticos quando da condução de empresas (ROSSETI e ANDRADE, 2014). Tendo algumas semelhanças com a *General Theory of Employment, Interest and Money*, criada por Keynes a fim de nortear de forma gerencial e moral o capitalismo após o *crash* de 1929, a governança endereça à empresa uma série de diretrizes que entendem as suas boas práticas como ferramentas para um ambiente corporativo mais honesto e que incentiva a concorrência e o desenvolvimento.

Segundo Silveira (2002) e Rosseti e Andrade (2014), o solo fértil para a consolidação da Governança Corporativa foram os EUA. Isso ocorreu devido a algumas características do mercado de ações americano. Dentre elas está a pulverização do capital votante entre milhões de acionistas, aumentando o poder dos executivos, além de uma menor atuação do Estado quando da regulação do mercado, que favoreceu a expropriação de riquezas e abuso do poder de controle de dentro da cúpula executiva das empresas entre os anos 1970 e 1980.

As primeiras respostas às transgressões dos agentes vieram através dos chamados investidores institucionais, destacados por Alvares *et al.* (2008) que utilizam de seu alto montante aplicado em ações como mecanismo de controle externo que podem agir tanto pelo exercício de voto, quanto pela venda dos papéis que não atendem a suas exigências de GC.

Os investidores institucionais são fundos de investimento que aglutinam capital de pessoas físicas, ou ainda fundos de pensão e aposentadoria de cidadãos e servidores específicos a um cargo. Por seu maior volume monetário, os investidores institucionais concentram maior poder de voto e maior articulação entre o mercado financeiro para exigir melhor ação das corporações.

O pioneiro desse movimento foi o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia (Calpers) ao escrever uma carta sobre as práticas de executivos que não mais seriam toleradas pelo fundo. O fundo escreveu os “Princípios Globais de Governança Corporativa” a serem seguidos pelas empresas que quisessem permanecer ou ser elegida ao portfólio do Calpers (TRICKER, 2000).



O fundo participou ativamente da criação do Conselho de Investidores Institucionais (CII) e passou a reportar aumentos excessivos de salários, recusas a ofertas de aquisição benéficas aos acionistas e conselhos passivos (SILVEIRA, 2002). Como reflexo do movimento de resgate ao poder de voto iniciado pelos investidores institucionais, vários fundos, companhias de seguros e demais instituições cobraram de forma veemente as companhias em que investem, adotando padrões semelhantes aos do Calpers.

Com o passar dos anos, muito desse ativismo foi vetado pelo Estado sob o entendimento de que não cabe a uma empresa externa cobrar diretrizes das companhias listadas a seu bel prazer e esse dever foi avocado pelos Governos, com criação de leis e fortalecimento de comitês e comissões de valores mobiliários, tal qual a *Security Exchange Commission* nos EUA e, finalmente, a Comissão de Valores Mobiliários, CVM, no Brasil (ALVARES *et al.*, 2008).

A importância do assunto ultrapassa o debate acadêmico e legal, uma vez que a repercussão do movimento iniciado pelo Calpers foi positiva ao acionista minoritário, e fez com que mais empresas deixassem de lado a acumulação de funções gerenciais pelos executivos e focassem em conselhos independentes, que trazem maior credibilidade às decisões finais. O Próprio Calpers realizou pesquisa de mercado no ano de 1994, no qual constatou que mais de 300 empresas já haviam implementado alguma diretriz voltada ao estabelecimento de regras de governança corporativa (SILVEIRA, 2002).

Apesar de sua evolução, a governança corporativa não foi impeditivo para a instalação de um cenário mercadológico altamente especulativo nos EUA durante a virada do século, segundo Fachada(2003). O aumento da produtividade e expectativa gerada entre as empresas que cresciam no advento da Web 2.0 inflaram os preços da bolsa de Tecnologia Nasdaq em 1000% entre 1991 e 1999, mesmo que os lucros das empresas valorizadas não refletissem o aumento de suas cotações:

[...]a evidência de um P/L irrealista não chegou a contaminar a confiança dos investidores, dado o excepcional aumento da produtividade e das perspectivas de lucro no período. O debate sobre a "nova economia" centrou-se exatamente nesse ponto. O desenvolvimento da informática e a Internet trouxeram um sentido de "nova era" para a sociedade contemporânea, com o maior acesso à informação e abertura quase ilimitada de oportunidades (FACHADA, p. 27, 2003).

Novamente, a economia americana ficou a mercê de uma bolha de mercado representada pelo estouro de uma “euforia” especulativa, pondo em cheque a efetividade dos direitos dos acionistas mesmo em empresas que possuíam seus conselhos independentes e práticas de GC em dia. . O aprendizado, como sugerido por Bonotto (2010) vêm através do entendimento de que deve haver a integração entre boa governança e boa gestão financeira, uma vez que empresas financeiramente irresponsáveis não sobrevivem a ambiente de crise algum.

Um dos reflexos mais marcantes desse evento, já que ainda presente na memória de grande parte dos investidores, foi a criação da Lei Sarbanes-Oxley de 2002, também chamada de SOX, que veio como contramedida à fraudes contábeis das empresas Enron e Worldcom, conforme Bonotto (2010, p.18) "A SOX deu início à busca pela governança corporativa em todas as empresas ao redor do mundo, fazendo com que as informações passassem a ser mais detalhadas (específicas) aos seus usuários."

### 2.3 Governança corporativa no Brasil

O contraste entre EUA e Brasil no quesito evolução da GC é amplo. Berton (2013) cita o contraste entre duas empresas: A loja Varejista Arapuã e a empresa de *Softwares* Microsoft, ambas possuíam, por volta de 1997, bons indicadores contábeis e expectativas de que cresceriam nos próximos anos. Todavia, apenas a Microsoft seguiu adiante, com Arapuã indo à bancarrota no ano seguinte.

Parte desse fenômeno pode ser explicado pela diferença do perfil de governança praticado em ambos países. Os indicadores de governança corporativa no fim da década de 1990, se mostravam inacessíveis a investidores minoritários brasileiros. Segundo Oliveira (2015), as produções literárias sobre governança corporativa foram impulsionadas no intervalo entre 1998 e 2008 como reflexo dos escândalos contábeis tais quais o da empresa *Enron* e da *Worldcom Technologies*.

Com exceção de algumas poucas companhias que possuíam capital aberto em bolsas de valores estrangeiras, em terras nacionais brasileiras, as empresas tiveram o primeiro contato com esse tipo de exigência apenas com o êxito do plano real em 1994, que trouxe ao Brasil a estabilidade necessária para estimular o mercado de capitais ao ponto de atrair capital estrangeiro e institucional na bolsa de valores (ALVARES *et al.* 2008).

Tanto instituições não governamentais quanto o Estado tomaram providências para criar um padrão entre as SAs, no que diz respeito à transparência e às boas práticas de governança de empresas de capital aberto. Um forte exemplo desse movimento é o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), criado em 1995, posteriormente lançando o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa que ocorreu em 2002.

Segundo Caixe *et al.* (2013), Alvares *et al.* (2008) e Silveira (2002) no perfil brasileiro prevalece a concentração de capital votante, típica de empresas de origem familiar, que cria um conflito não apenas entre acionistas e gestores, mas também entre acionistas minoritários e acionistas controladores. Nesse contexto, um importante mitigador de conflitos de interesse é uma maior distribuição acionária entre minoritários e majoritários, pulverizando o poder de voto e diminuindo a incidência de conflitos de agências.

Sobre isso, Silveira (2002) destaca no perfil brasileiro de governança a baixa distribuição de poder votante e a presença de relações familiares entre os controladores. Uma das causas prováveis de pouca distribuição de poder votante é a diluição do capital social da empresa em ações sem poder de voto (ações preferenciais).

Nos Estados Unidos, é seguida a prática de *one share, one vote* em que necessariamente só se consideram como ações as ações ordinárias, que permitem ordenar voto em assembleias (ALDRIGHI, MAZZER e NETO; 2007, p. 130). As ações preferenciais são conceitualmente mais próximas de títulos de dívida do que de partículas societárias da companhia, uma vez que elas não vinculam voto e pagam juros pré estabelecidos, segundo Graham (1965).

Não é apenas a porcentagem de diluição do capital social sem vinculação do capital votante que diferencia o Brasil de outros países nesse quesito, mas também a forma como ações preferenciais e ordinárias são vendidas na mesma plataforma e com códigos semelhantes, o que tende a promover a pulverização de capital societário da empresa sem diluição do capital votante.

Dessa forma, as empresas podem concentrar capital e oferecer ao minoritário um *trade-off* pelos seus direitos ao capital votante, qual seja, o direito de fluxo de caixa, que se traduz no maior pagamento de proventos em ações preferenciais. Dessa forma, o acionista que compra ações preferenciais foi aquele quem abdicou que do voto por um dividendo adicional que eventualmente é distribuído.

Segundo Chagas (2005), a bolsa brasileira peca ao permitir a negociação de preferenciais em seu pregão ao lado das ordinárias, o que simula uma proximidade que não existe entre os dois dispositivos. Esse cenário se acentua com a chegada de investidores iniciantes que ocorreu a partir de 2018 no mercado de capitais brasileiro, com acréscimo de mais de 1 milhão de novos investidores pessoa física entre 2019 e o fim de 2020, com aumento significativo de pessoas que investem até R\$500,00 (DA COSTA *et al.*, 2022).

A disposição das ações insinua que a negociação entre uma ação ordinária e uma ação preferencial por um mesmo investidor não terá quaisquer distinções quando do exercício de seus deveres e obrigações, nesse sentido, o mercado de valores brasileiro vai de encontro ao que é praticado internacionalmente.

Outros países possuem mecanismos para evitar a dispersão patrimonial que não acompanha a dispersão do direito a voto, como a França, que limita o capital societário dedicado a ações preferenciais a 25% do capital, ou no caso dos EUA, onde a estratégia é de diferenciar o ambiente de negociação, não permitindo que ações sem direito a voto sejam negociadas no pregão regular.

Segundo Monaco *apud* Silveira (2002) os acionistas controladores detêm em média 88% das ações com direito a voto no cenário brasileiro. Com tamanho controle, os maiores acionistas facilmente detêm poder de nomeação dos conselheiros, diminuindo a chance de um conselho livre de vieses, pelo menos da perspectiva dos minoritários. Os conselheiros, por sua vez, raramente possuem remuneração atrelada a sua

performance no Brasil, o que é considerado importante pelos códigos de boas práticas de GC de modo geral.

Essa soma de fatores sugere como razoável uma análise de qualidade de governança corporativa por parte dos investidores, sobretudo, àqueles de perfil minoritário, ou pessoa física, pois são eles quem estão mais vulneráveis à expropriação por parte da gestão ou dos acionistas majoritários.

## 2.4 Indicadores de Governança Corporativa

Os indicadores são métricas relacionadas à algum aspecto da GC, que tem como propósito aferir a real aplicação do aspecto medido. Por meio dos indicadores é que se pode instrumentalizar a governança corporativa ao ponto de comparar com outras empresas, possibilitando a sua classificação (ANDRADE *et al.*, 2009).

A metrificação da governança corporativa pode ser feito segundo várias óticas, porém, o NDGC é o conjunto de indicadores que norteia as empresas de capital aberto da B<sup>3</sup>. A B<sup>3</sup> é a empresa que detém o monopólio do serviço de bolsa para negociação de inúmeros produtos mobiliários e, por isso, é central para o trabalho o enfoque pelo qual a Bolsa analisa a GC das empresas listadas descritos a seguir.

### 2.4.1 Níveis diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)

Os níveis diferenciados de governança corporativa, que englobam Novo Mercado, Nível 1 e 2 foram implementados pela Bolsa brasileira em dezembro de 2000 e buscam priorizar, sobretudo, os critérios de transparência e equidade, privilegiando os acionistas, independente do tamanho de suas posições (ÁLVARES *et al.*, 2008).

A inclusão de novos segmentos, com o mais alto deles sendo o Novo Mercado, foi baseada no *Neuer Markt* Alemão e segundo a B<sup>3</sup>:

Todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional. (B3, 2022)

A instituição do NDGC foi peça chave para padronizar a análise da GC das companhias de capital aberto, e já passou por três grandes atualizações, em 2011, 2017 e 2018. Segundo Procianny e Verdi (2009), os níveis 1 e 2 foram criados para adaptar a GC de empresas que possuíam capital aberto mesmo antes da criação do NDGC, ao passo que o Novo Mercado busca nivelar por cima a as práticas de governança de empresas que pretendem abrir o capital na B<sup>3</sup>.

A diferenciação entre cada critério depende de uma série de fatores que dizem respeito à exposição de informações padronizadas, cobrança de esforços para dispersão acionária, além de níveis mínimos de liquidez e restrições de dependência nos conselhos administrativos.

As empresas que optam por não aderir a nenhum dos segmentos do NDGC são chamadas de empresas do “mercado tradicional” e assim serão tratadas durante toda a aplicação metodológica.

Mais recentemente, foram criados os níveis Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, ambos se voltam a empresas que querem acessar ao mercado de capitais de forma gradativa e, como permitem a listagem sem oferta, isto é, apenas sob a promessa de oferta futura, não serão parte do escopo do presente estudo.

## 3. Estratégia metodológica

### 3.1 Análise Multicritério TOPSIS

Esta pesquisa opta por uma abordagem quantitativa, uma vez que busca quantificar métricas de governança a fim de hierarquizar as empresas de capital aberto brasileiras participantes do Índice Bovespa. São utilizados as métricas de GC indicadores como: *Free Float*, que indica a porcentagem das ações em



posse de acionistas minoritários; o tamanho do conselho de administração da empresa; bem como a presença, em porcentagem, de conselheiros independentes; por fim, agrega-se a quantidade de categorias de ações, que cada uma das empresas negocia.

Será aplicada a técnica de Análise Multicritério de Decisão (AMD), que consiste numa série de métodos que classificam, listam e organizam dados, como forma de auxílio à solução das chamadas decisões complexas. São chamadas decisões complexas aquelas caracterizadas pela grande quantidade de informações advindas de fontes diferentes, com múltiplas métricas, tornando difícil a identificação da melhor decisão possível a olho nu pelo tomador de decisão (GOMES, 2019).

Os dados serão tratados através de *software* de planilhas de trabalho, onde poderão ser organizados em matriz de decisão, com dados normalizados para colocar todos os critérios em mesma escala, a fim de calcular suas distâncias euclidianas e determinar a similaridade para com as soluções ideais e anti ideais, dados seus respectivos pesos.

De acordo com Gomes (2019), a metodologia multicritério busca valorar mesmo critérios qualitativos, a fim de propor soluções mensuráveis aos interessados. Nesse contexto, a AMD propõe classificar as opções possíveis, seguindo os valores propostos para cada critério, o que diminui o espectro de decisão do interessado, ou uma pré-seleção. No caso do objeto de estudo proposto, os interessados são os *stakeholders*, com ênfase nos investidores minoritários, aqueles que aportam recurso financeiro na empresa sob a expectativa de retorno de seus investimentos (DA COSTA; DUARTE JUNIOR, 2013), uma vez que a governança busca atender a demanda dos *stakeholders* primários diminuindo riscos e ratificando potenciais.

Hwang e Yoon (1981) criaram a metodologia selecionada de análise multicritério TOPSIS (*Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution*) com base no conceito de que a solução ideal para uma decisão complexa é aquela mais próxima da solução ideal (com maior retorno positivo) e mais distante da solução anti ideal (com maior retorno negativo).

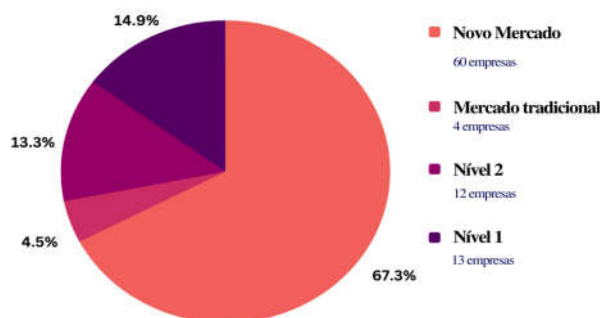
O Método TOPSIS foi utilizado para pré-seleção de ações com resultados satisfatórios, no que diz respeito a diminuição do universo de escolha do investidor a partir de uma lista hierárquica das ações de acordo com suas respectivas distâncias de soluções ideais e anti ideais, como atestado por Da Costa e Duarte Júnior (2013). Sua escolha para o presente trabalho se resume no binômio “efetividade x facilidade” de mineração de dados, pois demanda apenas um computador com *software* de planilhamento de dados, bem como por sua efetividade estatística quando da hierarquização das opções dentro de um universo de escolha.

A escolha das ações que serão objeto de estudo foi feita com base em sua relevância, abrangendo todas as empresas presentes no índice BOVESPA. O índice Bovespa escolhe ações que se classifiquem bem dentro do cálculo do Índice de negociabilidade (IN), além de presenças no pregão em 95% do tempo, ter no mínimo 0,1% do volume financeiro no mercado à vista e não ser uma *Penny Stock* (B3, 2022). Dessa forma, ao escolher a totalidade do índice como escopo contempla-se as empresas com maior nível de liquidez que, segundo Silveira (2002), tendem a possuir sua solidez representada em participação no IBOV, além de prover um panorama holístico para o índice geral de mercado negociado através de fundos de índice, tais como o BOVA11 no Brasil e pelo *MSCI Brazil Index* no exterior (RAGAB, 2017).

O Ibovespa é composto pelas empresas com maior aporte financeiro e complexidade gerencial, o que as impõe a dificuldade de se gerir sem abrir mão da qualidade de sua governança corporativa. A maior parte do índice é composto por empresas que estão no Novo Mercado, contudo, existem também aquelas no índice que estão em níveis mais baixos, ou até mesmo fora do NDGC. Isso ocorre porque a adesão ao NDGC é voluntária, então mesmo que a empresa possua boas métricas de governança, de maneira geral, algumas cláusulas podem excluí-la do NDGC. Outra causa possível é a de que algumas empresas não veem necessidade de se enquadrar ao NDGC, subtraindo a credibilidade de sua governança de outras fontes, tais quais seu tempo de mercado, controle acionário sólido, etc.

A atual composição do IBOV segundo o NDGC está descrita sob a forma de gráfico na Figura 1.

Figura 1: gráfico de composição do IBOV pelo NDGC



Fonte: elaboração própria.

Os dados de governança são públicos e estão presentes no portal de acesso à informação da CVM, que terá preferência sobre quaisquer outras fontes neste estudo. As informações que não corresponderem a conteúdo ou forma necessárias à aplicação da metodologia serão resgatadas de sites e portais anexos de relação com investidores das empresas ou, ainda, de empresas que se prestam ao serviço de unificar essas informações e centralizam uma série de indicadores para facilitar o suporte à tomada de decisão dos interessados.

### 3.2 Critérios de avaliação

Os critérios de avaliação foram selecionados conforme os 4 pontos cruciais percebidos como características da governança corporativa no Brasil:

1. A alta concentração da propriedade acionária. 2. A sobreposição propriedade-gestão, que de certa forma ainda se estende ao Conselho de Administração. 3. A fraca proteção aos acionistas minoritários, essencialmente associável a dois fatores, a concentração da propriedade e a permissão legal de lançamento de duas classes de ações. 4. A expressão ainda diminuta do mercado de capitais e a pequena parcela das companhias listadas em bolsa nos níveis diferenciados de governança corporativa. (ROSSETTI; ANDRADE, 2014)

Em ordem de selecionar critérios das avaliações que incidam nas fragilidades da GC brasileira e que possuam relevância para a identificação de qualidade, serão utilizados critérios que fazem parte do cabedal que compõem a avaliação do NDGC, a saber:

- i) *Free Float* percentual: Porcentagem do capital da empresa que está em posse de acionistas que podem negociar livremente seus ativos (BEIRÃO e LIMA, 2017). Empresas que negociam apenas ações ordinárias terão o *Free Float* das ações ordinárias utilizado como métrica. Para empresas que possuem mais de um tipo para além das ações ordinárias negociadas na bolsa, o *Free Float* utilizado será a média ponderada entre a liquidez de todos os tipos de ações negociados;
- ii) Quantidade de membros do conselho de administração: O conselho de administração é um órgão colegiado responsável por aproximar os executivos dos sócios, é importante que sua composição seja diversa, de modo a diminuir risco de conflito deliberativo (IBGC, 2009; SILVEIRA, 2002);
- iii) Quantidade de categorias de ações no mercado: A presença de ações para além das ações ordinárias é uma estratégia de pulverização de capital social sem atrelar a capital votante, o que mantém o controle da empresa na mão dos executivos e retira poder de deliberação da mão dos sócios minoritários (ALDRIGHI, MAZZER e NETO; 2007);
- iv) Quantidade de membros independentes do conselho de administração: Como citado no item (ii), o conselho de administração é um órgão de importância sumária, e não apenas deve ser plural como deve conter a presença de pessoas que não acumulam cargos dentro da empresa em que são conselheiros, a fim de evitar que a totalidade dos conselheiros ajam de acordo com a vontade da empresa. Finalmente, o critério de independência do conselho de administração possui alguma precariedade como fator decisor, uma vez que,

apesar de muitas empresas apresentarem apenas um membro dependente, isto é, que acumula outro cargo dentro da empresa aconselhada, contudo, esse acúmulo é por vezes feito pelo diretor executivo, o que pode ocasionar desvio de interesse e conflitos de agência, mesmo em casos que a influência corporativa não vença em números a independência do conselho. O problema não se sana pela metodologia diante da incapacidade de extrair informações acerca de quais casos de dependência são fruto da acumulação do cargo de diretor executivo e presidente do conselho. Logo, opta-se por deliberar peso 20% menor de decisão sobre o critério de independência do conselho de administração e contrabalançar a precariedade da variável.

Também foi prospectada a possibilidade de utilizar dados de *tag along* percentual das empresas componentes do Ibovespa e de presença de auditoria independente. Contudo, a maior parte das empresas apresenta dados de *tag along* próxima a um percentual de 100%, bem como a totalidade das empresas do índice trabalha com auditoria independente. Assim, a falta de diversidade de ambas as métricas atestou que acrescentar esses dados seria redundante para o resultado final da análise de qualidade do presente estudo. Logo, os dados de *tag along* foram substituídos pela *independência do conselho de administração*, que se mostrou muito mais diverso e decisivo para deliberação de ações e para evitar conflitos de agência dentro das empresas.

### 3.3 Limitações da metodologia

O presente estudo possui algumas limitações que serão listadas a seguir para agir como *disclaimer* frente a exposição de seus resultados. Inicialmente, podemos citar a qualidade dos indicadores utilizados, que podem sofrer alterações em curtos períodos de tempo que requerem a atualização do *ranking* gerado pelo estudo. Dessa forma, ainda que significativa à discussão que se propõe, a informação resultante é efêmera e reflete apenas a janela de tempo de extração dos dados (novembro de 2022).

Não obstante, o debate acerca do desempenho operacional dos critérios utilizados não se exaure na literatura aqui mencionada, de modo com que autores que prezam pela caracterização da governança através de indicadores contábeis não utilizem dos critérios contemplados pelo NGDC da bolsa brasileira e, conseqüentemente, por este estudo.

Ademais, não há que se tomar o resultado como pressuposto de causalidade com a *performance* futura das empresas citadas. Apesar de, historicamente, empresas com maior nível de GC trazerem melhor relação entre risco e retorno, existem exceções a essa regra, tais como as empresas Enron e Worldcom que operaram no mercado mais líquido possível nos EUA e ainda assim forjaram resultados. No Brasil, o Instituto de Resseguros do Brasil, IRB, forjou a performance de seus indicadores em alguns de seus reportes trimestrais, em 2019 (VENTURINI, 2021). Após tais acontecimentos virem à tona, as forjadoras são depreciadas de forma extrema, chegando à beira da bancarrota o que mostra que mesmo empresas negociadas em grandes mercados e com qualidade em suas práticas de GC atuais podem piorar significativamente com o passar do tempo. Por outro lado, urge a necessidade de formas mais dinâmicas de fiscalização, a fim de evitar a divulgação de resultados falsos em mídias oficiais, capazes de gerar graves distorções em mercados de valores.

### 3.4 Aplicação de metodologia

#### 3.4.1 Extração de dados brutos

Os dados dos quatro critérios a serem utilizados foram extraídos de bases de dados da CVM diretamente de seu sítio eletrônico, ou indiretamente, através de outros sites que disponibilizam a informação extraída da comissão. Tais critérios foram postos em ordem de acordo com a solução ideal para cada um deles, isto é, aqueles que apresentam solução ideal tendendo a zero são fatores minimizáveis (quanto menor, mais valiosa para a tomada de decisão), a recíproca é verdadeira para os critérios maximizáveis, o que é visto na Tabela 1.

**Tabela 1 - Considerações para o tomador de decisão**

Símbolo	Critério	Objetivo
C1	Quantidade de tipos de ações negociadas	Minimizar
C2	<i>Free Float</i> Percentual	Maximizar
C3	Quantidade de conselheiros administrativos	Maximizar
C4	Independência do conselho administrativo percentual	Maximizar

Fonte: elaboração própria com base nos dados da pesquisa.

Como observado na Tabela 1, apenas o primeiro critério (*quantidade de tipos de ações negociadas*) é minimizável e os demais são maximizáveis.

### 3.4.2 Elaboração de matriz de decisão e normalização da matriz de decisão

A matriz inicial a ser utilizada é construída de forma  $M \times N$ , onde  $M$  são as alternativas e  $N$  são os critérios para cada uma das empresas. Já a normalização dos dados é feita para determinar a amplitude de dados de cada empresa para com seus critérios. A normalização foi feita através de vetores, sugerida por Da Costa e Junior (2013) através da equação:

$$Y_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sqrt{\sum_{m=1}^{i-1} x_{ij}^2}} \quad (1)$$

onde  $i = 1 \dots m$ ;  $j = 1 \dots n$ . Neste caso,  $m$  diz respeito às fontes de dados, de modo com que  $Y_{ij}$  é a variável resposta ou dependente e  $X_{ij}$  seja a pontuação da “ $i$ -ésimo” critério para a “ $j$ -ésima” fonte de dados

### 3.4.3 Determinação de pesos e valoração de matriz normalizada

A determinação dos pesos é fato discricionário ao tomador de decisão, partindo desse a escolha de valorar positivamente ou negativamente o peso de cada critério.

O cenário inicial foi indicado com peso 1 a todos os critérios, com exceção do critério 4, ao qual foi atribuído peso 0,8. Com pesos definidos, a matriz normalizada é multiplicada pelo peso de seu critério:

$$V_{ij} = W_{ij}Y_{ij} \quad (2)$$

Tendo que  $V_{ij}$  é a valoração da matriz normalizada e  $W_{ij}$  é o peso de cada critério.

### 3.4.4 Identificação de PIS e NIS

Conforme Gomes (2019), a identificação de PIS e NIS consiste no estabelecimento de soluções ideais dentro do universo de dados selecionado para o trabalho, através do qual serão medidas as distâncias que resultarão na solução final. PIS é a sigla para *Positive Ideal Solution* (Solução ideal positiva) e NIS está para *Negative Ideal Solution* (Solução Ideal Negativa). Ambos significam a solução de cada critério em seu melhor e pior cenário, e serão representados pela letra  $S^+$  e  $S^-$ , tal qual nas equações abaixo:

$$\begin{aligned} S^+ &= \{(max V_{ij}|j \in J), (min V_{ij}|j \in J')\} \\ S^- &= \{(min V_{ij}|j \in J), (max V_{ij}|j \in J')\} \end{aligned} \quad (3)$$

Em que  $J$  é o conjunto de critérios positivos e  $J'$ , o conjunto de critérios negativos.

### 3.4.5 Cálculo de distância entre resultado de valoração e Soluções Ideais (PIS e NIS)

Aqui é calculada a distância euclidiana entre cada alternativa e sua solução ideal ( $S^+$ ) e anti-ideal ( $S^-$ ) de modo a atestar sua separação, através da seguinte equação:

$$D_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - S_j^+)^2}, i = 1, 2, 3, \dots, m$$

$$D_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - S_j^-)^2}, i = 1, 2, 3, \dots, m \quad (4)$$

Em síntese, esse cálculo mede a distância entre dois pontos que pode ser provada pela aplicação do teorema de Pitágoras.

### 3.4.6 Cálculo de similaridade à Posição Ideal Positiva

Aqui são calculadas o quão próximas estão as aproximações representadas pelo conjunto de critérios apresentados por cada empresa e as soluções ideal e anti-ideal. O cálculo de aproximação à solução ideal  $Ai$  varia de 0 a 1, sendo a solução mais próxima de 0 a menos preferível do universo de dados estudado e a mais próxima ou igual a 1 a mais preferível, uma vez que se aproxima mais da posição ideal:

$$Ai = \frac{D_i^-}{D_i^+ + D_i^-} \quad (5)$$

Com a técnica de aproximação aplicada para todo o universo de dados, é possível criar um *ranking* com a solução final proposta, capaz de hierarquizar, de maneira exaustiva, as empresas de acordo com os quatro critérios utilizados, mesmo para empresas participantes do IBOV que não aderem ao NDGC.

## 4. Resultados e discussões

### 4.1 Aplicação do TOPSIS e resultados preliminares para o problema de Governança Corporativa

O resultado da aplicação metodológica, seguindo as etapas sugeridas a partir da seção 3.2, resultaram em uma tabela classificada de forma decrescente para melhor ilustrar o gradiente de resultados das empresas participantes.

O *ranking* completo é o principal resultado metodológico, a partir do qual serão feitas as inferências e testes de sensibilidades, mas os resultados do primeiro e último *quartis* são expostos na Tabela 2 a seguir:

**Tabela 2 - Ranking do primeiro e último *quartis* da NDGC B<sup>3</sup>**

QUARTIL	POSIÇÃO	AÇÃO	Segmento no NDGC	Ai
PRIMEIRO QUARTIL	1	EMBR3	NOVO MERCADO	0,68897
	2	VALE3	NOVO MERCADO	0,64550
	3	KLBN11	NÍVEL 2	0,63142
	4	B3SA3	NOVO MERCADO	0,58937
	5	EGIE3	NOVO MERCADO	0,58801
	6	NTCO3	NOVO MERCADO	0,58058
	7	RADL3	NOVO MERCADO	0,57966
	8	LREN3	NOVO MERCADO	0,57265
	9	RAIL3	NOVO MERCADO	0,55702
	10	FLRY3	NOVO MERCADO	0,55460
	11	BEEF3	NOVO MERCADO	0,55286



	12	RENT3	NOVO MERCADO	0,55180
	13	CCRO3	NOVO MERCADO	0,54879
	14	SBSP3	NOVO MERCADO	0,54781
	15	RRRP3	NOVO MERCADO	0,54715
	16	ECOR3	NOVO MERCADO	0,54549
	17	CIEL3	NOVO MERCADO	0,54512
	18	BRFS3	NOVO MERCADO	0,54439
	19	UGPA3	NOVO MERCADO	0,54437
	20	EQTL3	NOVO MERCADO	0,54386
	21	CVCB3	NOVO MERCADO	0,54355
	22	DXCO3	NOVO MERCADO	0,54216
	23	CSAN3	NOVO MERCADO	0,54065
	67	SLCE3	NOVO MERCADO	0,46871
	68	ITUB4	NÍVEL 1	0,46654
	69	CMIN3	NÍVEL 2	0,46490
	70	GOLL4	NÍVEL 2	0,45021
	71	CPFE3	NOVO MERCADO	0,44525
	72	BRAP4	NÍVEL 1	0,44214
	73	USIM5	NÍVEL 1	0,44201
	74	GGBR4	NÍVEL 1	0,43492
	75	VIVT3	MERCADO TRADICIONAL	0,42493
	76	GOAU4	NÍVEL 1	0,41387
	77	AZUL4	NÍVEL 2	0,40858
ÚLTIMO QUARTIL	78	BRKM5	NÍVEL 1	0,40183
	79	BPAN4	NÍVEL 1	0,39636
	80	ALPA4	NÍVEL 1	0,37957
	81	ELET3	NÍVEL 1	0,36553
	82	RAIZ4	NÍVEL 2	0,36179
	83	TAEE11	NÍVEL 2	0,33614
	84	ENGH11	NÍVEL 2	0,32962
	85	SULA11	NÍVEL 2	0,32740
	86	IGTI11	NÍVEL 1	0,32248
	87	BPAC11	NÍVEL 2	0,31962
	88	SANB11	MERCADO TRADICIONAL	0,25829
	89	CPLE6	NÍVEL 2	0,25045

Fonte: elaborada com base nos resultados da pesquisa.

Pela classificação de governança por método TOPSIS, temos o *ranking* de resultados e de forma alguma recomenda qualquer negociações dos ativos e busca tão somente a hierarquização da governança das empresas de acordo com os critérios no formato em que foram extraídos. A extração dos dados foi guiada por algumas das condições que uma empresa deve seguir para ser contemplada pelo NDGC da B<sup>3</sup>, dessa forma, é sabido que as empresas mais preferíveis pela classificação de governança por método TOPSIS, também, possuem adesão do NDGC, inclusive, em seu maior nível classificatório, o novo mercado.

Não obstante, tal como a amostra engloba todo o IBOV, composto pelas maiores empresas de capital aberto do Brasil, pressupõe-se que tais companhias possuem aporte técnico e complexidade que justifiquem maior nível de manutenção de suas práticas de governança.

Dessa forma, a segmentação proposta não se justifica a montar uma nova categorização das empresas segundo a metodologia multicritério TOPSIS, mas propõe ferramental diverso para melhor inferir sobre o panorama atual do NDGC como principal “*benchmark* de GC” brasileiro.

O resultado encontrado indica variação no nível de qualidade da governança corporativa das empresas, com a empresa mais preferível A1 pontuando 0,68897 e a menos preferível pontuando apenas 0,21902, como mostra a Tabela 3.

**Tabela 3 - Ranking da solução final**

QUARTIL	POSIÇÃO	AÇÃO	Segmento no NDGC	Ai
PRIMEIRO QUARTIL	1	EMBR3	NM	0,68897
	2	KLBN11	N2	0,64550
	3	VALE3	NM	0,63142
	4	B3SA3	NM	0,58937
	5	EGIE3	NM	0,58801
	6	RADL3	NM	0,58058
	7	NTCO3	NM	0,57966
	8	LREN3	NM	0,57265
	9	RAIL3	NM	0,55702
	10	FLRY3	NM	0,55460
	11	RENT3	NM	0,55286
	12	BEEF3	NM	0,55180
	13	RRRP3	NM	0,54879
	14	CCRO3	NM	0,54781
	15	SBSP3	NM	0,54715
	16	CVCB3	NM	0,54549
	17	ECOR3	NM	0,54512
	18	CIEL3	NM	0,54439
	19	EQTL3	NM	0,54437
	20	BRFS3	NM	0,54386
	21	UGPA3	NM	0,54355
	22	CSAN3	NM	0,54216
	23	DXCO3	NM	0,54065
ÚLTIMO QUARTIL	67	SLCE3	MT	0,46654
	68	ITUB4	NM	0,46490
	69	CMIN3	N1	0,45021
	70	GOLL4	N2	0,44525
	71	CPFE3	N2	0,44214
	72	BRAP4	NM	0,44201
	73	USIM5	N1	0,43492
	74	GGBR4	N1	0,42493
	75	VIVT3	MT	0,41387

76	GOAU4	N1	0,40858
77	AZUL4	N1	0,40183
78	BRKM5	N2	0,39636
79	BPAN4	N1	0,37957
80	ALPA4	N1	0,36553
81	ELET3	N1	0,36179
82	RAIZ4	N2	0,33614
83	TAEE11	N2	0,32962
84	ENGI11	N2	0,32740
85	SULA11	N2	0,32248
86	IGTI11	N1	0,31962
87	BPAC11	N2	0,25829
88	SANB11	MT	0,25045
89	CPLE6	N2	0,21902

Fonte: elaborada com base nos resultados da pesquisa

Apesar de assertiva, atesta-se que o NDGC em sua aplicação atual traz margem a uma ampla gama de empresas com características de GC distintas, que valoram sua qualidade em maior e menor. A alta amplitude percebida dentro de um mesmo segmento de mercado indica que empresas com notas próximas da mediana estão na mesma categoria das empresas excelentes. Dessa forma, sugere-se que o fato da forma de listagem do NDGC atender a um ferramental eliminatório e não a um ferramental classificatório, isto é que possa “rankear” as empresas com as melhores métricas de GC do mercado impossibilita a percepção de sutilezas que podem gerar eventos maiores, sobretudo, em momentos da deliberação de eventos delicados.

Da mesma forma, a classificação proposta através da metodologia de análise multicritério se mostrou capaz de perceber as nuances de mudanças em critérios distintos o que, por um lado, é de difícil mensuração de seu impacto prático, por outro, é ferramental plausível de ser utilizado por uma empresa de nível nacional como a B<sup>3</sup>, responsável pelo gerenciamento de um mercado em expansão de usuários, tal qual o brasileiro.

Finalmente, ressalta-se a ideia de buscar um ferramental capaz de perceber a diferença, mesmo que mínima entre as empresas que buscam a governança apenas para cumprir com as normativas e aquelas empresas que buscam a boa GC como elo de geração de valor, como sugerido por Rosseti e Andrade (2014).

#### 4.2 Implicações ao acionista minoritário

Pelos resultados encontrados, ao acionista minoritário, a governança é ainda mais significativa, uma vez que a ele se incidem as determinações dos majoritários, é subtraída a significância de seu voto. Além de, muitas vezes, seu patrimônio ser mais afetado pelas variações de preço e de fundamentos de um ativo financeiro.

O *ranking* do IBOV, por metodologia multicritério, sugere realizar uma análise mais minuciosa da qualidade da GC das empresas a serem selecionadas a compor a carteira de investimentos do investidor pessoa física. É, ainda, oportuno ao acionista minoritário e ao investimento voltado à longo prazo, tal qual o modelo de *Factor Investing* sugerido por Fama e French (2015) ou aos modelos de precificação de ativos utilizados no *value investing* de Damodaran (2012). Dessa forma, a utilização do *ranking* se configura forma de análise suplementar, sobretudo, quando considerado o passar dos anos e os eventos que podem colocar à prova a qualidade da governança das empresas, vide exemplo de trocas na gestão executiva, fusões e aquisições, além de ciclos de alta e baixa.

### 4.3 Implicações ao Capital Institucional

O capital de instituições, tais como fundos de investimentos, está em sua maioria alocado nas empresas participantes do IBOV. Para esse capital institucional, evitar uma má alocação pode ser a diferença entre multiplicar os recursos em custódia e na bancarrota.

Alguns exemplos, inclusive, do Brasil são do Instituto Brasileiro de Resseguros, IRB, em 2020, e do fundo de investimento *TT Global Equity*. Ambos alocaram muito capital dos investidores, que arcaram com o prejuízo de suas quedas, que beiram 100% de seu valor máximo de mercado.

O caso da empresa IRB se tornou um *case* muito conhecido, pela grande quantidade de investidores que compraram ações da companhia. A empresa apreciou a maior valorização no ano de 2018, dentre todo o índice IbrX 100. Além disso, a empresa tinha 36,7% de seu capital acionário em posse das seguradoras do Banco Bradesco e Itaú, além da empresa de investimentos *Black Rock*.

A Asset da Empresa Squadra Investimentos foi a primeira a se posicionar, apresentando um dossiê apontando uma série de irregularidades que encontrou nas demonstrações contábeis da IRB. O dossiê foi elaborado para justificar uma posição em *Short* de um dos fundos da Squadra nas ações da IRB e acabou por ser o estopim de um escândalo que veio à tona, uma vez que foram descobertos que várias informações falsas estavam sendo veiculadas pela empresa (VENTURINI *et al*, 2021).

Desde que foi descoberta a fraude, a empresa teve suas ações desvalorizadas em mais de 97%, gerando um decréscimo de valor de mais de R\$80 Bilhões de reais. É natural que uma queda dessa magnitude deprecia o preço de um ativo que se mostrou bem menos lucrativo do que se pensava, além do desmantelamento da confiança dos *stakeholders* no IRB. A falha foi que a ação chegasse ao preço que chegou sem quaisquer suspeitas ou formas de se descobrir a fraude, bem como de precificar riscos tão grandes. A insurgência de casos como o da IRB pressionam a adoção de métodos mais precisos de classificação das causas desse tipo de problema.

### 4.4 Implicações à bolsa de valores

A bolsa de Valores é uma empresa que gera a grande maioria de sua receita através dos emolumentos, de cada negociação feita, todos os dias. Dessa forma, momentos de alta volatilidade seriam mais rentáveis no curto prazo. Todavia, um crescimento sustentável de seus resultados só seria possível por meio da atração de mais recursos, tanto internos quanto externos. E, para isso, a diminuição de eventos catastróficos como ocorreu com a IRB (que sozinho subtraiu mais de R\$80 bilhões de uma única empresa) só atrapalha a reputação da bolsa brasileira para o cidadão médio e para fundos de investimento que investem em países emergentes tal qual o Brasil.

Administrar bem os princípios que vão nortear a GC das empresas, em última instância, são formas de melhorar o *rating* das empresas, atraindo capital e evitando perdas majoradas pelos *stakeholders*, o que abre precedentes para maiores arrecadações no mercado nacional. Falhas da maior agência de *rating* dos EUA, a *Standard & Poor's*, quando da classificação de risco em títulos imobiliários nos anos 2000, tornaram-se estopim para o evento em cadeia que ficou conhecido como “bolha do *Subprime*”, no qual títulos de risco nível “subprime”, isto é, com risco entre alto, eram classificados com notas altas como AA ou AAA, as mais altas de sua categoria (APPRENDAFIXA, 2020).

Crises, como a de 2008, podem ser atenuadas ou até evitadas, com ação ativa de mecanismos de gestão de risco, além da presença de empresas com boas práticas de GC. Logo, é ponto pacífico agir para a melhoria dos instrumentos de metrificação de Governança refletem positivamente no mercado, e em seu volume de negociação, bem como para a bolsa enquanto empresa inserida dentro dessa lógica de mercado.

Ademais, Alvares *et al* (2008) reconhecem a importância das instituições, quando dizem que “A boa atuação das bolsas de valores [...] contribui para que as transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários sejam feitas de forma eficiente.” Finalmente, reitera-se a consonância da literatura visitada aos resultados pela metodologia multicriterial.

## 5. Considerações finais

O presente estudo logrou êxito em apontar que existe grande amplitude de diferenças entre as empresas do IBOV, inclusive, para empresas de um mesmo segmento do NDGC. Dessa forma, ratifica-se a hipótese H1, sugerindo que atualizações seriam significativas para captar sutilezas quando da qualidade de governança das empresas.

Aos *stakeholders* pode ser razoável a utilização de pré-seleção através do método de análise multicritério, a fim de hierarquizar e diminuir o universo de escolha de ativos, facilitando posterior análise.

Ademais, eventos de fraude contábil podem ser evitados através de ações mais incisivas de empresas de rating e da própria bolsa de valores como agentes fiscalizadores e promotores de precificação assertiva que possuem como objetivo o lucro advindo do aumento do fluxo de capitais no mercado.

Sugere-se que estudos futuros reapliquem metodologia análoga, de modo com que busque expandir o número de indicadores a ser utilizado para elaboração de *ranking*, a fim de um resultado que se aproxime ainda mais do conjunto de indicadores estabelecidos pelo NDGC. Além disso, pode ser avaliado por meio de método não paramétrico, ou análises econométricas, qual dos critérios é mais eficiente na composição da análise multicritério das discussões acerca da GC.

Outras sugestões baseiam-se no enfoque de aspectos mais amplas da metodologia de análise de ativos por fatores - *Factor Investing* - sugerida por Fama e French (2015), utilizando de indicadores valor, performance, lucratividade e, até mesmo, valor de mercado para hierarquizar ações a fim de auxiliar a tomada de decisões dos *stakeholders* consoante a obra de Da Costa e Junior (2013).

## Referências

- ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, p. 129-152, 2007.
- ÁLVARES, Elismar *et al.* **Governança Corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2008.
- APPRENDAFIXA. Entenda o que é Rating e para que ele serve. [S.l.], 2020. Disponível em: <<https://blog.apprendafixa.com.br/investimentos/rating/>>. Acesso em: 14 de Nov. de 2022
- BERTON, Luiz Hamilton et al. Indicadores de desempenho e as práticas de boa governança corporativa. 2003.
- BONOTTO, Pietro Vinicius. As fraudes contábeis da Enron e Worldcom e seus efeitos nos Estados Unidos. 2010.
- BRAVERMAN, Harry. **Trabalho e capital monopolista**. Rio de Janeiro: Guanabara, 1987.
- CAIXE, Daniel Ferreira; MATIAS, Alberto Borges; OLIVEIRA, Sonia Valle Walter Borges de. **Free float e valor de mercado corporativo: Um estudo do período de 2001 a 2010**. Organizações & Sociedade, v. 20, p. 733-751, 2013.
- CHAGAS, Sandro Luiz. Breve Estudo Sobre a Natureza das Ações Preferenciais. **IE Universidade Federal do Rio de Janeiro**, 2005.
- CLARKSON, Max. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of management review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.
- DA COSTA, Leandro Santos; JUNIOR, Antônio Marcos Duarte. Uma metodologia para a pré-seleção de ações utilizando o método multicritério TOPSIS. **XLV Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional**, [online], p. 518-529, 2013.
- DE OLIVEIRA LIMA, Sérgio Henrique et al. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **REGE-Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.



- DE SOUZA BEIRÃO, Éder; LIMA, João Paulo Cavalcante. MITO X REALIDADE: O TAG ALONG COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO DAS SOCIEDADE ANÔNIMAS BRASILEIRAS. *Revista de Administração do UNIFATEA*, v. 15, n. 15, 2017.
- FAMA, Eugene Francis; FRENCH, Kenneth Ronald. A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, v. 116, n. 1, p. 1-22, 2015.
- FREEMAN, Robert Edward. Strategic management: A stakeholder approach. **Cambridge university press**, 2010. Disponível em: <[https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=NpmA\\_qEiOpkC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Freeman,+R.+E.+1984.+Strategic+management:+A+stakeholder+approach.+Boston:+Pitman/+Ballinger.&ots=61gIK8J8VI&sig=eOOvzQDEtz3RaTkDovmzqDQtGs#v=onepage&q&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=NpmA_qEiOpkC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Freeman,+R.+E.+1984.+Strategic+management:+A+stakeholder+approach.+Boston:+Pitman/+Ballinger.&ots=61gIK8J8VI&sig=eOOvzQDEtz3RaTkDovmzqDQtGs#v=onepage&q&f=false)> . Acesso em: 02 de jul. de 2022
- GOMES, Luiz Flavio Autran Monteiro. **Princípios e Métodos para Tomada de Decisão Enfoque Multicritério**. São Paulo: Grupo GEN, 2019. 9788597021592. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021592/>>. Acesso em: 14 jun. 2022.
- GRAHAM, Benjamin. **The intelligent investor**. Prabhat Prakashan, 1965. Disponível em: <[https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=meDYDQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP6&dq=The+intelligent+investor&ots=LTNBRbwmol&sig=0uTJnwcah-ix8xM-LuBBcRDg\\_ro#v=onepage&q=The%20intelligent%20investor&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=meDYDQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP6&dq=The+intelligent+investor&ots=LTNBRbwmol&sig=0uTJnwcah-ix8xM-LuBBcRDg_ro#v=onepage&q=The%20intelligent%20investor&f=false)>. Acesso em 05 de jul. de 2022.
- GUTTMANN, Robert. A transformação do capital financeiro. *Economia e sociedade*, v. 5, n. 2, p. 51-83, 1996.
- IBOVESPA B3. **b3**, 2022. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm)>. Acesso em: 01 de jul. de 2022.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa. 2009. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigosdasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 11 de jul. de 2022.
- RAGAB, Nada. **High frequency analysis of the EWZ ETF**. Orientador: Aliaa. 2017. 42 f. Dissertação (Mestrado) - Curso: Master os Science in Finance, School of Business, The American University in Cairo, Cairo, 2017. Disponível em: <<https://fount.aucegypt.edu/etds/66>>. Acesso em: 10 de Nov. de 2022.
- ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências, 7ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2014. 9788522493067. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522493067/>>. Acesso em: 31 de mai. de 2022.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert Ward. A survey of corporate governance. *The journal of finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. Disponível em: <[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w5554/w5554.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5554/w5554.pdf)>. Acesso em: 11 de jul. de 2022.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 p. Dissertação(Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/publico/Dissertacao\\_Alexandre\\_Di\\_Miceli.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/publico/Dissertacao_Alexandre_Di_Miceli.pdf)>. Acesso em: 11 de jul. de 2022
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. 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. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/20746/000690726.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 11 de jul. de 2022
- TRICKER, Bob. Valedictory Editorial: So-long, and Thanks for all the Fish. *Corporate Governance: An International Review*, v. 8, n. 4, p. 403-405, 2000. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1467-8683.00220>>. Acesso em: 11 de jul. de 2022.
- VENTURINI, Lauren Dal Bem et al. EVENTOS NOTICIADOS SOBRE O IRB BRASIL RESSEGUROS SA E OS EFEITOS NO SEU VALUATION. *Revista Gestão Organizacional*, v. 14, n. 3, p. 278-298, 2021. Disponível em: <<https://pegasus.unochapeco.edu.br/revistas/index.php/rgo/article/view/6165/3547>>. Acesso em: 12 de Nov. de 2022