

---

## COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA: INFLUÊNCIA NO DESEMPENHO ECONÔMICO DAS EMPRESAS DO IBOVESPA

---

**Oscar de Souza Pento Junior**

Bacharel em Ciências Contábeis

**Pedro Henrique da Silva Vieira**

Bacharel em Ciências Contábeis

**Julio Henrique Machado<sup>1</sup>**

Mestre em Ciências Contábeis

### RESUMO

A governança Corporativa sofreu grande desenvolvimento nos últimos anos, passou a ser implantada em grande escala nas empresas e se tornou alvo de diversas pesquisas no meio acadêmico, com o objetivo de analisar o seu impacto no desempenho das mesmas. Inicialmente a pesquisa realizou a investigação dos indicadores econômicos e estrutura de capital votante das firmas de capital aberto integrantes do índice Ibovespa entre 2009 a 2013. Em seguida, buscou-se analisar a relação entre as características da estrutura de capital votante e a rentabilidade. No que tange a relação entre origem e natureza do controle acionário e desempenho econômico nas empresas, verificou-se que companhias que possuem controle estrangeiro apresentaram resultados superiores as que possuem controle corporativo de origem nacional. Com relação à natureza do controle, ambos demonstraram resultados estáveis tendo o capital privado alcançando resultados superiores em relação ao estatal.

**Palavras chave:** Governança Corporativa, Direitos de Propriedade e Controle, Desempenho Econômico.

### 1. INTRODUÇÃO

Dentre os vários conceitos, Governança Corporativa pode ser definida como um conjunto de primados aplicados na direção de um arcabouço de decisões corporativas. Este conjunto de premissas pode apresentar diferentes níveis e padrões, conforme o cenário e o mercado de capitais onde são empregadas. Assim acionistas originários de mercados

---

<sup>1</sup> juliomachado@libertas.edu.br



financeiros mais fortes, carregam e implantam uma bagagem com técnicas de governança seguramente mais aperfeiçoadas e aprimoradas que investidores de bolsas de valores menos desenvolvidas, onde em sua maioria possuem conhecimento e técnicas menos eficientes e aprimoradas.

Os mecanismos da governança são reiterados na literatura com o objetivo de minimizar os problemas de agência. Andrade e Rossetti (2009) resumem que os conflitos de proprietários-gestores deslocaram-se para conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

A utilização da governança corporativa conforme Da Silva e Leal (2007) até o final do séc. XX no Brasil, ainda era pouco difundida. Acionistas controladores empregavam as possibilidades legais para emitir ações não votantes em uma quantidade de até 66,67% (2/3) do capital total (lei 6.404/76), para que, desta forma, pudessem compartilhar a propriedade sem perder o controle.

Corporações brasileiras oriundas de uma economia emergente sintetizam-se em um caso de estudo, onde, os modelos de governança corporativa foram significativamente remodelados nas últimas duas décadas, incluindo também, importantes mudanças em relação à legislação societária.

A literatura dedicada ao tema fundamentou-se na premissa de que as firmas são de propriedade dos acionistas, assim, a administração deve atuar em função dos mesmos.

Para Andrade e Rossetti (2009) os mecanismos para o processo decisório devem resultar em uma democracia acionária, onde os interesses de todos os acionistas devem ser considerados, analisados e propostos para a atuação da direção executiva, constituição de conselhos de administração e relacionamento acionistas-corporações, convergindo para uma boa gestão, buscando melhores resultados.

A partir dos anos de 1990, acontecimentos como as privatizações, abertura da economia, maior participação de investidores na bolsa de valores, potencialmente estrangeiros, motivaram esforços em direção a melhores práticas de governança corporativa.

Algumas iniciativas privadas deste período que ilustraram o aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa foram, a fundação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a recomendação de melhores práticas de governança corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a criação do Novo Mercado na BM&fBovespa, conforme Silva e Leal (2007).



Diante disso, manifesta-se a seguinte questão: A estrutura acionária por meio de sua cultura em governança corporativa influencia no desempenho econômico das empresas do Ibovespa?

Desta forma, objetiva-se verificar a rentabilidade das companhias integrantes do índice Ibovespa, por meio de variáveis de retorno sobre o investimento e retorno sobre o patrimônio líquido, conforme origem e natureza do capital investidor que compõem suas estruturas acionárias.

O estudo de Catapan (2011) sobre o impacto das práticas de governança corporativa, sob a forma de índices sobre variáveis econômicas e financeiras das companhias brasileiras de capital aberto, mostrou que corporações com melhores práticas de governança corporativa, além de melhorar seu valor de mercado, melhoram também seu desempenho. A pesquisa de Peixoto e Buccini (2013) descobriu que acionistas institucionais, estrangeiros e pulverizados estão gradativamente ocupando espaço na composição acionária de companhias de capital privado e estatais.

Estes achados proporcionaram a oportunidade de buscar respostas para a relação de influência do tipo de capital investidor e sua bagagem de conceitos e práticas de governança corporativa na composição acionária e a rentabilidade dos ativos da carteira de maior representatividade e negociabilidade da bolsa de valores, o Ibovespa.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. Governança Corporativa**

A governança corporativa nas companhias é influenciada por uma série de fatores decorrentes de ambientes econômicos. Assim, os diferentes modelos implantados são parametrizados e padronizados em detrimento da cultura que praticam e do cenário em que as mesmas se encontram e atuam. A partir desta premissa, os direitos de propriedade são manobrados com o objetivo de estruturação dos quadros acionários. Em consequência deste processo de composição está à forma de emissão de ativos financeiros, que figuram acionistas investidores e acionistas tomadores de decisão. O capital votante decide sobre práticas e políticas operacionais e financeiras a serem adotadas na execução das operações das firmas. Sob essa ótica, os proprietários buscam as melhores alternativas em mecanismos de âmbito

corporativo para controlar uma entidade, recuperar o máximo possível do principal investido e realizar uma gestão de resultado satisfatória.

Para Lopes (2002), ambientes econômicos em conjunto com organismos, agências e sistemas regulamentadores, considerados importantes fatores para a consecução de mercados financeiros, podem ser compreendidos inicialmente por dois modelos de ordenamento jurídico: o *common law* (lei comum) o ordenamento jurídico em determinado país fundamentado no costume e o *code law* (código da lei) o ordenamento jurídico em determinado país fundamentado pela lei. A estrutura jurídica reflete significativamente na organização e regulamentação destes.

Em função destas condicionantes, verificam-se ambientes oriundos do primeiro sistema, sem intermédios governamentais e desenvolvidos, e em contrapartida cenários originários do segundo modelo com forte intermédio do governo e pouco desenvolvimento. Em locais desenvolvidos as companhias possuem estrutura acionária com um grande número de acionistas, ao contrário dos cenários pouco desenvolvidos onde, as firmas possuem estruturas altamente concentradas e diferentes segmentos de capital.

Os direitos de propriedade conforme tratados por Hendriksen e Breda (2009), são numerosos e de grande diversidade, alguns deles mais importantes e conseqüentemente recebem maior ênfase por participantes de mercados. Os direitos de propriedade mais observados são os de preferência nos fluxos de caixa, os direitos residuais a ativos em casos de liquidação e os direitos de participação em uma empresa em funcionamento.

Estes ativos são trabalhados pelas companhias nos mercados financeiros, de acordo com os parâmetros e padrões dos locais onde se encontram. Desta forma levando à composição e caracterização dos capitais votantes, com investidores nacionais, estrangeiros, participação exclusiva da iniciativa privada, ou unicamente do setor público, diversificação entre público/privado ou ainda entre estrangeiro/nacional.

O fator capital votante é ponto fundamental para a consecução de uma corporação, as diferentes combinações de estruturas acionárias quanto às origens, segmentação e percentuais de participação. Durante o tempo desenvolvem entraves em torno do custo dos gestores e os resultados gerados por suas gestões, assim desencadeiam conflitos dentro da agência, conforme descrevem Andrade e Rossetti (2009).

Andrade e Rossetti (2009) complementam ainda que os conflitos de agência identificam-se como umas das duas variáveis mais importantes ao desenvolvimento da



governança corporativa no Brasil, onde inicialmente os conflitos eram travados entre acionistas e gestores, posteriormente passando a acontecer entre acionistas majoritários e minoritários. Os conflitos entre acionistas e administradores estão relacionados com a utilização da metodologia mais eficiente, buscado direcionar a alta gestão a tomar a melhor decisão existente observando os interesses do investidor e da companhia. O segundo caso retrata a insegurança entre os próprios investidores em relação aos métodos de trabalho e às decisões tomadas, o que em ambos os casos demandam constantemente meios cada vez mais rápidos, seguros e eficientes para se dirigir uma companhia.

Outro fator fundamental para a consolidação deste mecanismo de controle e segurança é a chamada hipótese de eficiência de mercado. Segundo Lopes (2002), existe uma assimetria substancial de reações a informação contábil, entre mercados eficientes e mercados não eficientes. Na primeira hipótese são capazes de avaliar informações contábeis complexas engajadas em seus propósitos e buscarem soluções ótimas em curto espaço de tempo, frente a mercados financeiros ineficientes que em sua maioria se quer reagem à informação contábil divulgada.

A combinação desses fatores é chave para o desenvolvimento da governança corporativa e disposição de estrutura acionária, o que caracteriza um arcabouço de medidas e ferramentas implantadas com o propósito de controle e obtenção de eficiência nas decisões da administração, pois os problemas contextualizados acima, historicamente influenciam as estratégias e propósitos de uma companhia.

Os problemas de agência tomam proporções consideráveis, as disputas e a desconfiança entre acionistas geram entraves em torno do custo de administradores, a quem estes devem se reportar e aumenta a demanda por serviços de auditoria, aumentando custos, o que gera reflexos, seja em relação ao seu valor de mercado ou desempenho econômico, suportando assim os objetivos da comunidade acadêmica na realização de estudos e pesquisas sobre esta relação, conforme apresentado no quadro 1 no tópico 2.2.

## **2.2. Pesquisas Recentes**

Este tópico elenca e realiza um panorama sobre as últimas pesquisas em relação às diversas frentes sobre governança corporativa e estruturação acionária e seus reflexos nas companhias, conforme o quadro 1:



Quadro 1 – Pesquisas recentes

Autores	Principais Conclusões
Silveira (2002)	Realizou um estudo com as empresas de capital aberto no Brasil no período de 1998 a 2000. Verificou que existe diferença entre as relações de governança e valor e governança e desempenho, sendo mais forte com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam um maior desempenho financeiro.
Da Silveira e Famá (2004)	Demonstraram que dentro de grandes corporações, existem modelos nos quais a admissão de grandes acionistas funciona parcialmente como ferramenta de solução para as questões relacionadas ao monitoramento da administração, o que permite uma valorização da companhia a partir de alterações nas políticas corporativas.
Leal, Silva e Valadares (2007), Srouf (2007)	Mostram que em países com mercados financeiros em desenvolvimento, manobras como emissão de duas classes de ações e estruturas de pirâmides são mais comuns e são formas de segregar direitos de controle e fluxo de caixa e são largamente empregadas, o que facilita o aumento do número de empresas com estruturas de capitais votantes concentradas e atrasa o desenvolvimento da governança corporativa e não apresentam relação significativa com variáveis de valor de mercado e desempenho.
Carvalho (2007)	Revelou que os padrões nacionais de governança corporativa encontram-se em desenvolvimento em relação aos de países de economia desenvolvida por meio de comparação de literatura.
Leal (2007)	Revisou a literatura sobre práticas de governança e valor corporativo. Enfatizou a existência de evidências de que boas práticas de governança corporativa podem levar a um menor custo de capital e maior valor de ações das firmas.
Da Silva e Leal (2007)	Analisaram a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa com valor e desempenho da firma através da construção de um amplo índice de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas na bolsa. Os resultados indicaram que menos de 4% das empresas apresentaram “boas” práticas de governança corporativa e que firmas com boas práticas têm um desempenho (ROA) significativamente superior, existindo relação positiva entre o Q de Tobin e melhores práticas de governança corporativa.
Ferreira, Ashley, Rodrigues ET al. (2007)	Estudaram a influência do conselho de administração e valor de mercado em 116 empresas da Bovespa, de 1998 a 2002. Concluíram que a relação entre estrutura de propriedade, controle e valor de mercado é diferente da relação entre estrutura de propriedade, controle e desempenho, uma vez que os resultados apontaram que a primeira relação é mais evidente.
Lameira, Ness e Soares (2007)	Realizaram um estudo com empresas listadas na Bolsa de Valores e procuraram verificar se a melhoria das práticas de governança corporativa promoveu impacto no valor das empresas mensuradas pelo Q de Tobin. Obtiveram resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa.
Saito e da Silveira (2008)	Revisaram a literatura sobre custos de agência e estrutura de propriedade e concluíram que independente da concentração acionária o controle é exercido de forma endógena, e em relação aos custos de agência não foram acertados modelos com fundamentação teórica segura que incluíssem prescrições para decisões ótimas acerca de temas-chave em governança corporativa, como estrutura de capital, remuneração dos gestores, políticas de investimento, <i>disclosure</i> e conselho de administração
Rogers (2008)	Estudou 16 empresas do Ibovespa de 2003 a 2005, como objetivo de verificar a influência de melhores práticas de governança corporativa, para o custo de capital e o retorno do investimento. Concluiu que o custo de capital das empresas com práticas de governança corporativa superiores é 34,22% menor, e o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa inferiores é apenas 23% maior que o retorno do investimento das empresas com práticas de governança corporativa superiores.
Catapan (2011)	Investigou os fatores que geram alguma relação entre desempenho e governança, em 111 empresas de capital aberto no Brasil. Utilizou dois questionários, elaborados por Almeida et. al. (2010) e Leal (2004). O autor concluiu que existe relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro, tanto quando se abordam indicadores de desempenho (EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE), como quando se trata de indicadores de

	mercado ( $q$ de Tobin), mostrando que entidades com maior transparência maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho.
Peixoto e Buccini (2013)	Investigaram uma possível relação entre a concentração de direitos de voto e a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa com desempenho e valor das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, nos anos 2004, 2006 e 2008. Descobriram que no Brasil ainda há alta concentração de controle em poder de poucos acionistas. A razão capital votante sobre capital total também vem se reduzindo. Os acionistas de empresas familiares, de empresas de capital privado e estatais vêm perdendo espaço na composição acionária das organizações, dando lugar aos acionistas institucionais, estrangeiros e acionistas pulverizados. No que tange à relação entre estrutura de propriedade e valor / performance, constatou-se que firmas com estrutura mais concentrada possuem menor valor e menor desempenho.

Fonte: Dados da pesquisa

O rol de pesquisas desenvolvidas supramencionado conclui a constante concretização das teorias sobre influências positivas de estruturas acionárias pulverizadas e melhores práticas de governança corporativa, sobre o desempenho econômico-financeiro e valor de mercado destas e a admissão de grandes acionistas tem se tornado ineficiente e nocivo. Como ramificação das linhas de estudos em governança corporativa, estão surgindo novas pesquisas mostrando a eficácia e eficiência do controle de estruturas acionárias estrangeiras sobre os resultados das firmas conforme tratado por Peixoto e Buccini (2013).

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. Tipologia da Pesquisa

Este estudo foi caracterizado como sendo uma pesquisa bibliográfica documental descritiva. Conforme Marconi e Lakatos (2010) a pesquisa bibliográfica documental descritiva, tem o objetivo de obter informações acerca do tema com a finalidade de se responder uma pergunta ou validar ou não uma hipótese que diz respeito a situações de causa-efeito ou ainda, realizar novas descobertas. Quanto à análise dos resultados será quantitativa, tanto em relação à análise dos dados acionários quanto em relação aos indicadores de desempenho econômico.

#### 3.2. Amostra

Foram estudadas as empresas listadas no Índice Bovespa (IBOVESPA) da Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&fBOVESPA). O estudo iniciou-se com as 73 empresas participantes do índice em 2015.



A pesquisa foi realizada com as companhias entre o período de 2009 a 2013. Deixaram de compor a amostra as instituições financeiras devido as suas diferenças conceituais, as companhias descredenciadas da BM&fBOVESPA, foram excluídas da análise as melhores e piores empresas em termos de rentabilidade, as que apresentaram dados incompletos durante o período pesquisado e as que apresentaram dados inconsistentes. A amostra final totalizou 52 empresas após as restrições. A tabela 1 demonstra a amostra objeto da pesquisa, classificada por setores de atividades econômicas:

Tabela 1: Amostra da pesquisa por setor

Setor	Quantidade de Empresas	%
Construção e Transporte	10	19,23
Consumo Cíclico	5	9,62
Consumo Não Cíclico	8	15,38
Financeiro e Outros	7	13,46
Materiais Básicos	10	19,23
Telecomunicações	3	5,77
Utilidade Pública	9	17,31
Total	52	100%

Fonte: Dados da pesquisa

### 3.3. Variáveis

As variáveis foram classificadas em dois grupos: independentes e dependentes. As independentes que foram adotadas para a pesquisa, são aquelas que suprimam a linha do estudo em termos de construção de capital votante e controle acionário e foram combinadas em dois grupos diferentes para análises: nacional/estrangeiro e público/privado.

Quanto às variáveis dependentes, foram adotadas o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre o investimento (ROI), que atenderam as necessidades de dados para mensuração e avaliação de desempenho econômico, onde o ROE demonstrou o quanto as fontes de capital próprio recuperam do capital investido e o ROI o quanto uma companhia ganha em suas operações com os ativos, ambos de acordo com as decisões do quadro acionário votante.



Para investigação das relações destacadas, foram utilizadas a média estatística e desvio padrão para as variáveis dependentes, considerando as conexões a seguir;

- Capital Votante Nacional;
- Capital Votante Estrangeiro;
- Capital Votante Público;
- Capital Votante Privado;
- Retorno Sobre Investimento;
- Retorno Sobre o Patrimônio Líquido.

Assim a verificação do desempenho foi realizada em duas etapas, onde a 1ª consistiu em verificar a rentabilidade conforme origem do capital (nacional ou estrangeiro) e a 2ª em verificar a rentabilidade em função da natureza do capital (estatal ou privado).

### 3.3.1. Variáveis Independentes

As variáveis independentes representaram aquelas que podem interferir nas políticas operacionais, financeiras, de investimento e financiamento. As características descritas nesta seção foram utilizadas como variáveis independentes, conforme apresentadas no referencial teórico como sendo desenvolvidas em detrimento de ambientes econômicos e mercados de capitais, nas quais as companhias se encontram negociando ações. Para conceituação e definição das variáveis abaixo descritas foram desconsiderados os percentuais de livre circulação/negociação de ações ordinárias sem influência no capital votante, de acordo com a CVM chamados de “*FreeFloat*” (livre flutuação).

- a) **Capital Votante Nacional:** acionistas de origem brasileira sem rastreamento quanto à segmentação econômica do capital, detentores de direitos de participação em uma empresa em funcionamento, correspondentes a maior parcela em relação ao capital total;
- b) **Capital Votante Estrangeiro:** acionistas de origem estrangeira sem rastreamento quanto à segmentação econômica do capital, detentores de direitos de participação em uma empresa em funcionamento, correspondentes a maior parcela em relação ao capital total;
- c) **Capital Votante Público:** acionistas de origem nacional e/ou estrangeira, que detém maior parcela de capital público, detentores de direitos de participação em uma empresa em funcionamento, correspondentes a maior parcela em relação ao capital total;

- d) Capital Votante Privado:** acionistas de origem nacional e/ou estrangeira, que detém maior parcela de capital privado, detentores de direitos de participação em uma empresa em funcionamento, correspondentes a maior parcela em relação ao capital total.

### 3.3.2. Variáveis Dependentes

As variáveis dependentes foram aquelas que sofreram os reflexos das decisões de composição de capital votante e controle acionário, representadas por indicadores extraídos de informações contábeis, financeiras e patrimoniais das demonstrações financeiras, presentes nos relatórios financeiros das companhias participantes do Ibovespa, disponíveis no site da BM&fBovespa. Foram considerados o retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre o investimento, conforme o quadro 2.

Quadro 2: Variáveis Dependentes

Variável da Pesquisa	Fórmula
Retorno sobre Investimento	$\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total} - \text{Lucro Líquido} * 100$
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro Líquido} * 100$

Fonte: Dados da pesquisa

- a) Retorno Sobre o Investimento (ROI):** esta variável, segundo Neto (2009) representa e indica em percentual a taxa de retorno dos ativos de uma companhia em relação ao reinvestimento do orçamento, ou seja, o quanto uma entidade ganha para cada unidade monetária aplicada a uma unidade geradora de fluxo de caixa.
- b) Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE):** também segundo Neto (2009), a mesma demonstra em percentual a taxa de retorno ao acionista do capital por ele investido na companhia.

### 3.4. Tratamento dos Dados

Foram coletadas informações econômicas e patrimoniais acerca das firmas listadas no Ibovespa e foram inicialmente separadas em dois grupamentos distintos:

- Origem do Capital: nacional e estrangeiro;
- Natureza do Capital: público e privado.



Posteriormente as variáveis dependentes foram agrupadas para análise em função da configuração da composição acionária, possibilitando a verificação de rentabilidade conforme o tipo de capital, sem a presença de efeitos de mercado como sazonalidade, demanda, decisões políticas, entre outras. Foi aplicada a média estatística e calculado o desvio padrão para o conjunto de dados formados pelas empresas integrantes da amostra final. A análise e discussão dos resultados foram descritos no próximo tópico.

- a) **Média:** conjunto de valores numéricos calculada somando-se todos estes valores e dividindo-se o resultado pelo número de elementos somados, que é igual ao número de elementos do conjunto, ou seja, a média de n números é sua soma dividida por n.
- b) **Desvio Padrão:** medida mais comum da dispersão estatística, mostra o quanto de variação ou "dispersão" existe em relação à média

## 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1. Caracterização da amostra

As variáveis independentes da pesquisa, caracterizadas por origem e natureza do controle acionário das companhias integrantes da amostra, foram confrontadas com as variáveis dependentes caracterizadas pelo ROE e ROI, as quais recebem os reflexos das decisões operacionais e financeiras do capital votante.

A posição acionária conforme origem e natureza de controle das companhias integrantes da amostra da pesquisa conforme a tabela 2:

Tabela 2: Total de empresas

Nacional		Estrangeiro		Total	
34	5,38%	18	4,62%	2	00%

  

Privado		Público		Total	
44	4,62%	8	5,38%	2	00%

Fonte: Dados da pesquisa

Com relação à origem do controle, foi possível verificar que a parcela de capital estrangeiro, presente nas firmas, ainda é muito pequena representando apenas 34,62% comparado ao total, visto que a parcela nacional corresponde à proporção de 65,38%. Prosseguindo a verificação em relação à natureza do controle acionário, o setor público representou a menor parte correspondente a 15,38%, enquanto a iniciativa privada controla a maior parcela, o equivalente 84,62%.

As informações constantes da tabela mostram que, o maciço volume de investimentos no mercado de capitais brasileiro, mais precisamente no IBOVESPA, são constituídos pela iniciativa privada, investimentos de origem estrangeira são relativamente representativos, seguidos dos investidores estatais.

#### **4.2. Desempenho econômico conforme origem do capital**

Conforme tratado no referencial teórico, as decisões sobre políticas operacionais e financeiras tomadas pelos quadros acionários produzem reflexos na geração de resultados, que afetam o desempenho e a rentabilidade das companhias. Serão apresentadas informações acerca da rentabilidade das empresas, com base na origem do capital acionário como demonstrado na tabela 3.

Foi possível verificar que as companhias lideradas por capital estrangeiro, apresentaram melhor desempenho em relação às que são controladas por capital nacional. O ROI médio estrangeiro foi de 7,78% com desvio padrão de 8,75%; contra um ROI médio nacional de 3,75% com desvio padrão de 5,12%.

Avaliando as informações relativas ao transcurso base para fundamentação dos resultados expostos na tabela, estes sugerem que pelo de fato de o capital nacional ter menor ROI e maior desvio padrão comparados ao estrangeiro, é frequente a possibilidade de maiores surpresas na geração de resultado de gestão e faz com que o maior ROI do capital estrangeiro seja mais eficiente, estável e previsível na geração de resultados de gestão.

Tabela 3 - Conforme origem do capital

Nacional		34 empresas - 65,38%					
		2009	010	011	012	013	009/2013
OI	Média	4,2	,28	,23	,5	,53	,75
	Desvio Padrão	4,57	,28	,08	,16	,48	,12
OE	Média	14,7	6,44	0,88	,75	,48	0,45
	Desvio Padrão	19,13	2,26	8,64	9,21	7,83	7,42
Estrangeiro		18 empresas - 34,62%					
		2009	010	011	012	013	009/2013
OI	Média	8,77	,6	,38	,27	,88	,78
	Desvio Padrão	7,16	,17	,25	0,67	,5	,75
OE	Média	18,23	9,48	6,88	7,01	5,94	7,51
	Desvio Padrão	15,19	8,7	9,53	5,79	5,73	8,99

Fonte: Dados da pesquisa

Lopes (2002) diz que a existência de uma assimetria substancial entre mercados de capitais fortes e desenvolvidos e mercados de capitais em desenvolvimento faz com que existam investidores com excelentes conceitos e práticas em governança corporativa, excelente tempo de resposta a informação contábil e a fatores como funcionamento da economia e de políticas governamentais, em contrapartida a investidores que, não conseguem ler informações contábeis, tem pouca bagagem de conhecimento corporativo e técnicas de governança.

As companhias com maior participação de capital estrangeiro, integrantes da amostra da pesquisa, apresentam um ROI maior que o apresentado pelas companhias com maior participação de capital nacional. Porém, o desvio padrão apresentado por estas empresas foi maior, denotando que a maior oscilação da rentabilidade pode representar dificuldade de adaptação a fatores como, políticas governamentais, sociais ou também economia.

Os resultados de ROI apresentados pelas empresas com maior participação de capital estrangeiro, sugerem que a utilização de altos e sofisticados padrões de governança corporativa e mecanismos cada vez mais rápidos e eficientes com objetivo de segurança, controle e diminuição de riscos sistemáticos na gestão, conforme argumentado por Lopes (2002), melhoram significativamente seus resultados de gestão, isto é, devido também a cultura corporativa que possuem, demandando menos custos com mecanismos de segurança e controle excessivos.

Ao contrário do capital estrangeiro, as sociedades com maior capital nacional, apresentaram resultados de ROI, segundo a tabela 3, sugerindo instabilidade para proporcionar resultado de gestão eficiente. O baixo desvio padrão representa menor oscilação na rentabilidade.

O desempenho das companhias, com maior participação de capital nacional, sugere representar o lado dos mercados não eficientes, que, conforme tratado por Lopes (2002) são ambientes econômicos regulamentados pelo *Code Law* que sofrem interferência do Governo. Em consequência a isso, não possuem muita qualidade nos padrões de governança corporativa e nem eficiência nos mecanismos de segurança, controle e diminuição de riscos sistemáticos necessários. Adicionalmente, utilizam muitos mecanismos de controle desnecessários, e são fracos para leitura de informação contábil, não compreendendo os propósitos da companhia tratados nas demonstrações financeiras

Com relação aos resultados de ROE, foi possível verificar na tabela 3, que o capital investidor de origem estrangeira, apresentou consistência no retorno de capital próprio durante o período pesquisado, em contrapartida, o de origem nacional, sugere instabilidade e dificuldade na recuperação do capital investido, consequentemente com ROE de 17,51%, as companhias com maior capital estrangeiro, se mostraram mais rentáveis que o capital investidor de origem nacional, uma vez que este último apresentou um ROE de 10,45%.

Dentro do ambiente corporativo, conforme argumentado no referencial, a demanda por mecanismos de segurança e controle rápidos e eficientes necessários ao aperfeiçoamento da gestão é constante, assim como, a adoção e emprego da melhor metodologia de condução de atuação da alta administração em função dos acionistas e da agência. Os resultados alcançados pelo capital estrangeiro e nacional, respectivamente, representam os dois lados deste panorama, atrelados a níveis opostos de pensamento, cultura e práticas em governança corporativa.

Os resultados verificados acima corroboram os achados de Catapan (2011) onde reiteram que melhores práticas de governança corporativa, melhoram não somente o valor de mercado das companhias como também seu desempenho, sendo esta relação mais forte com desempenho. Os resultados encontrados por Peixoto e Buccini (2013) e Catapan (2011), consolidam os resultados desta pesquisa com base no desempenho conforme a origem da composição acionária.

#### 4.3. Desempenho econômico conforme natureza do controle

Depois de explorados os resultados de rentabilidade das companhias conforme a origem do capital votante, a tabela 4 demonstra os resultados de rentabilidade e desempenho das companhias integrantes deste estudo, conforme a natureza do controle acionário.

Tabela 4 - Conforme natureza do capital

		Privado 44 empresas - 84,62%						
		2009	2010	2011	2012	2013	2009/2013	
OI	Média	5,77	,33	,27	4	,41	,15	
	Desvio Padrão	6,17	,8	,89	,09	,91	,17	
OE	Média	16,44	8,21	2,94	,71	,27	2,91	
	Desvio Padrão	18,9	5,44	0,37	2,53	8,66	9,18	
		Público 8 empresas - 15,38%						
		2009	2010	2011	2012	2013	2009/2013	
OI	Média	5,86	,73	,61	,99	,24	,09	
	Desvio Padrão	4,92	,02	,11	,11	,01	,83	
OE	Média	13,09	3,54	3,06	4,83	,4	2,79	
	Desvio Padrão	10,09	,35	,76	0,34	3,38	2,38	

Fonte: Dados da pesquisa

É possível observar que as firmas com maior participação de capital da iniciativa privada geraram ROI de 5,15%, a passo que o capital de origem estatal gerou 5,09%. As

empresas com maior parcela de capital privado apresentaram maior rentabilidade, apesar da diferença de desempenho identificada entre eles não ter sido significativamente relevante.

Foi possível verificar que o capital de natureza privada, apresentou desvio-padrão de 7,17% em comparação com o capital de natureza estatal, que apresentou desvio-padrão de 4,83%.

A literatura reitera que em condições normais empresas com maior parcela de capital privado, possuem normalmente excelência em gestão, por outro lado, o capital estatal está investido em setores de demanda essenciais, como: saneamento básico e energia elétrica, que demonstram geração de resultado estável. Por mais que os capitais privados sejam eficientes em gestão, os mesmos atuam em segmentos de economia com forte concorrência e risco como construção, transporte, telecomunicações, materiais básicos, consumo cíclico e não cíclico.

Os dados sobre desvio-padrão das companhias com maior participação de capital da iniciativa privada sugerem que as mesmas estão mais expostas aos riscos sistemáticos. Esta maior exposição da empresa aos riscos de mercado faz com que seu desempenho seja mais oscilante, mas ofereça maior retorno.

Quanto aos resultados de gestão das companhias estatais, subentende-se que, estas, por atuarem em setores de demanda estável, tem a possibilidade de manter constante seus fluxos de caixa por meio de ajuste nos preços dos serviços.

Em relação ao retorno de capital próprio, as companhias com controle privado apresentaram ROE de 12,91% contra 12,79% das firmas controladas por capital estatal.

O capital privado apresentou resultados superiores não substanciais em relação ao nacional, também demonstrou maior oscilação, o que pode ser explicado pelo fato deste estar exposto a maior risco, o que consequentemente está atrelado a maior retorno e em contrapartida os resultados do capital público demonstraram estabilidade durante o período da pesquisa, o que pode ser explicado pela garantia de fluxo de caixa, por atuar em setores de demanda garantida.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar a rentabilidade das companhias integrantes do índice Bovespa por meio de variáveis de retorno sobre o investimento e retorno sobre o patrimônio líquido conforme origem e natureza do capital investidor que compõem





suas estruturas acionárias. Foram estudadas 52 empresas listadas no índice Bovespa entre os anos de 2009 a 2013.

Foram desconsiderados os percentuais de livre circulação/negociação de ações ordinárias, conforme a CVM chamados de “*FreeFloat*”, sem influência nas companhias, para conceituação e definição de origem e natureza de controle acionário, tratados como variáveis independentes na pesquisa, posteriormente confrontadas com as variáveis dependentes, ROI e ROE.

Verificou-se em relação à origem, que o capital estrangeiro obteve, tanto em relação à gestão, quanto em relação à recuperação de capital próprio, resultados superiores, apesar, que a maior oscilação destes, pôde representar dificuldade de adaptação em relação a fatores econômicos e políticos; ao passo que o capital nacional alcançou resultados inferiores. O que demonstrou que investidores estrangeiros por meio de sua cultura em governança corporativa, influenciam positivamente no desempenho econômico das empresas do Ibovespa.

Quanto à natureza, tanto a capital privado, quanto o capital estatal, obtiveram retornos estáveis, mas, o desvio padrão das empresas de capital privado demonstrou maior oscilação o que pode ser explicado pelo fato de que o capital privado atua em setores com forte concorrência e risco e os setores de necessidades básicas são fortemente controlados pelo Estado, ou seja, garantia de geração de fluxo de caixa.

O estudo demonstrou que a estrutura acionária por meio de sua cultura em governança corporativa influenciou no desempenho econômico das empresas do Índice Bovespa, contudo deve-se observar também as variáveis de mercado, economia, medidas do governo, dentre outros fatores que interferem no desempenho econômico. Novos estudos podem surgir considerando os níveis de concentração destes tipos de capitais segregados desta mesma maneira entre origem e natureza de controle acionário das companhias.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa - Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.**São Paulo: Atlas. 4ª Ed., 2009.

ASSAF NETO, Alexandre – **Finanças Corporativas e Valor.** 4ºed. São Paulo: Atlas, 2009.

BM&fBOVESPA. **Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em 09 dez. 2014.



CARVALHO, Antonio Gledson de. **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva**. São Paulo: Atlas, p.22, 2007.

CATAPAN, Anderson. **Análise da relação corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil**. Dissertação de mestrado. Curitiba 2011

Comissão de Valores Mobiliários. **Categoria Outros da base acionária**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>> Acesso em 09 dez. 2014.

DA SILVA; André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Governança Corporativa- Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

FERREIRA, Roberto do Nascimento; ASHILEY, Patrícia Almeida; RODRIGUES, Ana Cristina Miranda; DOS SANTOS, Antônio Carlos – **Governança Corporativa, Desempenho e Valor de Mercado no Contexto de Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 2007.

LAMEIRA, Valdir de Jesus; NESS, Walter Lee Júnior – **Governança Corporativa: impacto no valor das companhias abertas brasileiras**. 2007.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Governança Corporativa- Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal; VALADARES, Sílvia Mourthé . **Governança Corporativa- Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

LOPES, Alessandro Broedel – **A Informação contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MACHADO, Júlio Henrique; DE GODOY, Carlos Roberto – **Fatores determinantes da estrutura de capital nas companhias integrantes de petróleo**. Revista RC & C. Curitiba 2013.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria – **Fundamentos de metodologia científica**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PEIXOTO, Fernanda Maciel; BUCCINIB, Aline Rabelo Assis-**Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos?** Rev. Cont. Org. 2013

ROGERS, Pablo – **Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil**. 2008.

SAITO, Richard; DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli – **Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. **Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras**. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico**. São Paulo, 2002.

SROUR, Gabriel. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. São Paulo: Atlas, 2007.

