

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**LEONARDO STANGE MATTOS**

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR  
NO SEGMENTO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS DAS  
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**Porto Alegre**

**2018**

**LEONARDO STANGE MATTOS**

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR  
NO SEGMENTO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS DAS  
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientadora: Prof<sup>o</sup>. Dr. Guilherme Kirch.

**Porto Alegre**

**2018**

**LEONARDO STANGE MATTOS**

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR  
NO SEGMENTO DE TECIDOS, VESTUÁRIO E CALÇADOS DAS  
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final: \_\_\_\_

Aprovado em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA:

---

Orientadora Prof<sup>o</sup>. Dr. Guilherme Kirch.

---

Prof. (titulação). (Nome do membro da banca)

---

Prof. (titulação). (Nome do membro da banca)

## RESUMO

Adotar as melhores práticas de governança corporativa muda o formato estrutural das empresas, buscando entregar transparência para os investidores e a definição de estratégias que visem a longevidade dos negócios. Este estudo teve como grande objetivo avaliar de que forma as práticas de governança corporativa possibilitavam o aumento da geração de valor para as empresas do setor de comércio de tecidos, vestuário e calçados das empresas listadas na B3. As empresas foram comparadas a partir dos seus desempenhos financeiros e das gerações de valor, por meio dos índices médios ao longo de onze exercícios contábeis. Além deste comparativo, houve a avaliação da adoção de práticas de governança corporativa no tamanho e formação do conselho de administração, remuneração do conselho e diretoria-estatutária, bem como adoção aos segmentos de listagem oferecidos pela B3. Com índices médios, para estas empresas, no período de análise, não foi possível encontrar relações diretas entre todas as variáveis analisadas das práticas de governança corporativa, com ao menos duas delas simultâneas e o aumento do valor das organizações. Embora a Lojas Renner S.A, uma das empresas avaliadas, tenha sido superior em pelo menos duas das três variáveis das práticas de governança corporativa e tenha o seu valor quase três vezes superior ao da maior concorrente, e a Graziotin S.A tenha sido inferior em pelo menos duas variáveis e no seu respectivo valor, as demais organizações não apresentaram cruzamentos entre mais de duas práticas de governança corporativa e variação de valor. Sendo assim, não foi possível gerar conclusões essencialmente favoráveis às práticas de governança corporativa atreladas ao aumento de valor da empresa.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Geração de Valor. Conselho de Administração.

## ***ABSTRACT***

Adopting best practices of corporate governance changes the structural format of companies seeking to deliver transparency for investors and the development of strategies for the business' longevity. The aim of this study is to analyze how corporate governance practices enabled the increase of value generation for companies in the sector of trade in textiles, apparel and footwear listed on B3. The organizations were compared on the basis of their financial performance and value generation, through the average indexes over eleven accounting exercises. In addition to this, there was a comparative evaluation of corporate governance practices in the size, formation and remuneration of the Board of Directors and statutory Boards, as well as adoption of list segments offered by B3. Considering these companies' average indexes in the analyzed period, there was not found direct rates between all corporate governance practices' variables analyzed. Although Lojas Renner S.A., one of the evaluated companies, was higher in at least two of the three variables of the corporate governance practices and has a value almost three times higher than the biggest competitor, and Grazziotin S.A was lower in at least two variables and in its respective value, the remaining organizations did not present crossings between more than two corporate governance practices and value change. Therefore, it was not possible to reach essentially favorable conclusions regarding corporate governance practices' correlation with the increase of the companies' value.

**Keywords:** Corporate governance. Value generation. Board of Directors.

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1 - Comparativo do índice de Endividamento das Empresas Estudadas .....</b>	<b>45</b>
<b>Gráfico 2 - Comparativo do Multiplicador do Patrimônio Líquido das Empresas Avaliadas .....</b>	<b>46</b>
<b>Gráfico 3 - Comparativo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido das Empresas Estudadas .....</b>	<b>47</b>
<b>Gráfico 4 - Comparativo do índice Preço/Lucro para Ações Ordinárias ...</b>	<b>48</b>
<b>Gráfico 5 - Comparativo do Valor de Mercado das Empresas Avaliadas..</b>	<b>49</b>
<b>Gráfico 6 - Comparativo do Valor da Empresa nas Organizações Avaliadas .....</b>	<b>49</b>
<b>Gráfico 7 - Total de Remuneração do Conselho de Administração da Lojas Renner S.A.....</b>	<b>55</b>
<b>Gráfico 8 - Total de Remuneração da Diretoria-Estatutária da Lojas Renner S.A.....</b>	<b>55</b>
<b>Gráfico 9 - Total de Remuneração do Conselho de Administração da Arezzo&amp;Co .....</b>	<b>56</b>
<b>Gráfico 10 - Total de Remuneração da Diretoria-Estatutária da Arezzo&amp;Co .....</b>	<b>56</b>
<b>Gráfico 11 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Guararapes Confeccões S.A .....</b>	<b>57</b>
<b>Gráfico 12 - Total da Remuneração da Diretoria-Estatutária na Guararapes Confeccões S.A.....</b>	<b>58</b>
<b>Gráfico 13 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Marisa Lojas S.A.....</b>	<b>59</b>
<b>Gráfico 14 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Marisa Lojas S.A.....</b>	<b>59</b>
<b>Gráfico 15 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Restoque S.A.....</b>	<b>60</b>
<b>Gráfico 16 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Restoque S.A.....</b>	<b>60</b>

<b>Gráfico 17 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Grazziotin S.A.....</b>	<b>61</b>
<b>Gráfico 18 - Total da Remuneração da Diretoria Estatutária da Grazziotin S.A.....</b>	<b>61</b>
<b>Gráfico 19 - Comparativo do Valor Médio de Remuneração do Conselho de Administração .....</b>	<b>63</b>
<b>Gráfico 20 - Comparativo do Valor Médio da Remuneração da Diretoria-Estatutária.....</b>	<b>64</b>

## LISTA DE QUADROS

<b>Quadro 1 - Indicadores Financeiros da Lojas Renner S.A.....</b>	<b>34</b>
<b>Quadro 2 - Indicadores Financeiros da Arezzo Indústria e Comércio S.A</b>	<b>36</b>
<b>Quadro 3 - Indicadores Financeiros da Guararapes Confecções S.A.....</b>	<b>38</b>
<b>Quadro 4 - Indicadores Financeiros da Lojas Marisa S.A.....</b>	<b>40</b>
<b>Quadro 5 - Indicadores Financeiros da Restoque S.A.....</b>	<b>42</b>
<b>Quadro 6 - Indicadores Financeiros da Grazziotin S.A.....</b>	<b>44</b>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 JUSTIFICATIVA .....	12
1.2 OBJETIVOS .....	12
<b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....	<b>13</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....	<b>13</b>
<b>2 REVISÃO TEÓRICA</b> .....	<b>14</b>
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	14
<b>2.1.1 Objetivos da Governança Corporativa</b> .....	<b>17</b>
2.2 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR .....	18
<b>2.2.1 Grandes Investidores e Grandes Acionistas</b> .....	<b>19</b>
<b>2.2.2 Formação do Conselho de Administração e Desempenho da Empresa</b> .....	<b>20</b>
<b>2.2.3 Tamanho do Conselho de Administração e Desempenho da Empresa</b> .....	<b>20</b>
<b>2.2.4 Remuneração do Conselho de Administração, Diretoria-Executiva e Desempenho da Empresa</b> .....	<b>21</b>
2.3 BM&FBOVESPA – B3 .....	22
<b>2.3.1 Níveis de Governança Corporativa da B3</b> .....	<b>23</b>
<b>2.3.2 Segmento Tradicional</b> .....	<b>24</b>
<b>2.3.3 Bovespa Mais</b> .....	<b>24</b>
<b>2.3.4 Bovespa Mais nível 2</b> .....	<b>25</b>
<b>2.3.5 Novo Mercado</b> .....	<b>25</b>
<b>2.3.6 Nível 2</b> .....	<b>26</b>
<b>2.3.7 Nível 1</b> .....	<b>27</b>
2.4 ANÁLISE DE INDICADORES FINANCEIROS .....	27
<b>2.4.1 Indicadores de solvência de longo prazo</b> .....	<b>28</b>

<b>2.4.2 Medidas de lucratividade</b> .....	28
<b>2.4.3 Medidas de valor de mercado</b> .....	29
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>30</b>
<b>4 ANÁLISE DE DADOS</b> .....	<b>32</b>
4.1 RESULTADOS FINANCEIROS.....	32
4.1.1 Lojas Renner S.A.....	32
4.1.2 Arezzo Indústria e Comércio S.A .....	34
4.1.3 Guararapes Confecções S.A .....	36
4.1.4 Marisa Lojas S.A.....	38
4.1.5 Restoque S.A .....	40
4.1.6 Grazziotin S.A .....	42
4.1.7 Comparativo entre o desempenho financeiro das empresas.....	44
4.2 ANÁLISE DO TAMANHO E FORMAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO .....	50
4.3 REMUNERAÇÃO DOS CONSELHEIROS E DIRETORIA-ESTATUTÁRIA	54
4.4 SEGMENTOS DE LISTAGEM .....	64
4.5 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR .....	67
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>72</b>
<b>6 REFERÊNCIAS</b> .....	<b>75</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O crescimento das grandes corporações ao longo dos anos estimula diversas discussões a respeito da manutenção de tal expansão. O dinamismo do comércio internacional e a expansão das operações financeiras em escala global vêm forçando as organizações a realizarem diversas mudanças. Além de terem a possibilidade de vislumbrarem novos mercados, ampliando a atuação e obtendo ganhos de escala, o aumento do número de investidores no mercado de capitais e o falecimento dos fundadores das empresas sem uma linha adequada de sucessão trouxeram uma nova realidade ao mundo corporativo: empresas tiveram que readequar a sua estrutura de controle, separando propriedade e a gestão. O principal alicerce da Governança Corporativa se baseia na mitigação de possíveis conflitos provenientes desta separação, bem como os seus possíveis efeitos.

Neste contexto, os proprietários (acionistas) delegam o poder de decisão a um agente (gestor) que deve definir o que é melhor para a organização. Além da maximização do valor da empresa, o gestor deve atender aos objetivos dos proprietários e de todas as partes com poder de decisão ou interferência política que estejam interessadas na empresa.

De acordo com a relação apresentada, surgem conflitos de interesses entre as partes e estes geram custos para a organização. Visando compreender este contexto, a Teoria da Agência analisa o conflito e os custos provenientes da separação entre a propriedade e o controle do capital, decorrentes de assimetrias de informação, riscos e outros problemas pertinentes à relação entre principal – proprietário - e agente – gestor (JENSEN E MECKLING, 1976).

Visando mitigar ações do agente que não atendam aos interesses do principal, a Governança Corporativa surgiu como um conjunto de boas práticas cujo objetivo é corrigir desvios de conduta e deficiências gerenciais. Pressupõe-se que a Governança deve servir como um mecanismo que garante a eficiência e a eficácia na aplicação dos recursos, visando atender a missão, a visão e os demais objetivos da empresa, maximizando os seus resultados econômicos. Diante deste mecanismo, os executivos e acionistas majoritários têm fortes limitações para atuar em benefício próprio às custas das demais partes envolvidas.

No Brasil, as discussões a respeito das boas práticas se tornaram mais intensas a partir da década de 90, acompanhadas das privatizações e da abertura do mercado nacional. Em 1995, foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que a partir de 1999 passou a ser intitulado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). O principal objetivo do Instituto é estimular a adoção de práticas transparentes, responsáveis e equilibradas na gestão das organizações. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) desenvolveu segmentos de negociação que determinam diferentes níveis de governança, estipulando regras para cada um deles. A forma como as organizações estruturam o Conselho de Administração, as características das ações emitidas, as distribuições destas e a vedação ao acúmulo de cargos são algumas das especificações distintas de acordo com o nível de governança. Diante da possibilidade de escolha, os acionistas adequam tais práticas ao nível que melhor atende as necessidades do negócio.

Ao verificar o setor de Consumo Cíclico, cujo subsetor é o de Comércio e o Segmento é o de Tecidos, Vestuário e Calçados, verificamos a presença de sete empresas listadas (Bovespa, 2018). São elas: Arezzo Indústria e Comércio S.A, Graziotin S.A, Guararapes Confecções S.A, Lojas Renner S.A, Marisa Lojas S.A e Restoque Comércio e Confecções de Roupas S.A. Do ponto de vista do mercado, as empresas citadas são concorrentes diretas, ou seja, comercializam produtos muito semelhantes e atingem públicos muito parecidos, não representando uma concorrência meramente genérica.

Tendo em vista esta perspectiva, diversos fatores podem afetar a rentabilidade e a atratividade dos investidores na percepção de valor em relação às organizações. Entretanto, pressupõe-se que a adoção de diferentes níveis de governança corporativa pode interferir na valorização das ações, no volume de negociações, no endividamento e na rentabilidade das empresas citadas.

Pode-se esperar que a governança corporativa tenha maior impacto em empresas que atuam em ambientes muito competitivos, o que está refletido nas empresas analisadas. Neste caso, o presente trabalho tem a seguinte situação problema: de que maneira a adesão de diferentes níveis de governança corporativa interfere no desempenho financeiro das empresas no segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados listadas na Bovespa?

## 1.1 JUSTIFICATIVA

Os estudos sobre governança corporativa no Brasil possuem um histórico recente, comparados a outras áreas do conhecimento em gestão empresarial. Com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a Bovespa criou o Novo Mercado em 2000. Segundo a instituição citada, a redução da assimetria informacional, direitos e garantias podem influenciar positivamente a valorização e a liquidez das ações ofertadas.

Dada a importância do tema abordado para o cenário corporativo nacional, o estudo pode desencadear novas abordagens e análises mais específicas do segmento estudado. Além da adoção das boas práticas de governança corporativa promover a separação entre propriedade e gestão, regulando as relações entre os administradores e proprietários (ou demais parceiros interessados na organização), a simetria de divulgação das informações e a transparência das decisões tomadas pelas empresas contribui para o desenvolvimento da sociedade.

A partir da pesquisa realizada espera-se identificar como as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas estudadas foram determinantes para o bom ou mau desempenho das organizações no período de análise. Embora o mercado analisado tenha fatores que geram vantagem competitiva que são estudados por outras áreas do conhecimento, a adesão ao Novo Mercado (um dos níveis de governança conceituados pela Bovespa) pode ter contribuído para o crescimento de pelo menos quatro das sete empresas analisadas.

Por fim, os resultados obtidos devem ser pioneiros no segmento, visto que algumas das empresas listadas já foram analisadas separadamente em outros períodos específicos. O estudo comparativo deve servir para análise das empresas e outros acadêmicos interessados nas atividades de varejo de vestuário em relação ao seu desempenho financeiro e valorização das organizações.

## 1.2 OBJETIVOS

Abaixo, estão descritos os objetivos que este trabalho visa atender, demonstrando o objetivo geral, e, para que este seja atendido, estão evidenciados outros quatro objetivos específicos.

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Este trabalho visa entender de que maneira a adoção de práticas de governança corporativa contribuíram no desempenho financeiro e na geração de valor para os acionistas das empresas listadas na Bovespa no segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- a) Verificar as necessidades de cada empresa avaliada ao decidir atender a um determinado nível de governança corporativa;
- b) Avaliar o desempenho financeiro e a geração de valor das empresas selecionadas;
- c) Comparar o desempenho das organizações estudadas entre si de acordo com a literatura perante a adoção das práticas de governança corporativa;
- d) Analisar e associar as diferenças de geração de valor perante aos conceitos abordados na fundamentação teórica.

## 2 REVISÃO TEÓRICA

A seguir, será apresentada a revisão teórica que embasa a análise realizada, abordando os seguintes assuntos: governança corporativa, práticas de governança corporativa geração de valor nas empresas, B3 e análise financeira.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Embora as discussões a respeito da governança corporativa tenham um vasto histórico em uma perspectiva mais ampla, a partir da teoria e custos de agência, o amadurecimento das análises ocorreu a partir da década de 80. De acordo com (Andrade e Rossetti, 2009), as razões essenciais para o despertar da governança corporativa se dividem em três pilares: relacionamento acionistas-corporações, a constituição de conselhos de administração e atuação da direção executiva.

A respeito do relacionamento acionistas-corporações, a separação entre propriedade e gestão, sucessão dos fundadores e a possibilidade de novos formatos de investimento intensificaram as inadequações entre a reação dos gestores e proprietários (acionistas) das organizações. O acesso privilegiado a informações, abuso de poder por parte dos acionistas majoritários, e inconformidades com as disposições estatutárias prevaleciam, gerando insatisfação nas partes prejudicadas e falta de padronização. Dada esta realidade, novas condições de relacionamento passaram a ser almejadas. Conformidade com as regras, transparência e simetria na disseminação das informações, justa retribuição de todos os investidores e democracia nas decisões dos acionistas faziam parte da nova condição.

Em relação aos conselhos de administração, muitos países, com sociedades anônimas modernas, impunham a existência de conselhos colegiados em disposições legais. Entretanto, onde a constituição de conselhos não era imposta, sendo definida apenas nos estatutos das empresas, as distorções eram comuns e geravam baixa eficácia. Os diretores não eram monitorados de forma contundente, tendo a possibilidade de agir em proveito próprio e não atendendo aos interesses dos acionistas. Além disso, não havia critérios bem definidos para a escolha dos membros do conselho de administração, tendo membros de baixa competência e com mandatos irremovíveis. Almejando mudanças a partir da boa governança, o

comprometimento com resultados passou a ser cobrado com mais veemência, os perfis de excelência na composição, a alternância de mandatos e a nomeação de conselheiros independentes por parte dos acionistas passou a ser realidade nas companhias.

Ainda nas razões fundamentais, a atuação da direção executiva, focada apenas em estratégias defensivas, que não geravam valor no longo prazo, benefícios não alinhados que eram autoconcedidos e resultados contábeis não forjados formaram um grande gatilho para mudanças. A partir de boas práticas de governança, esperava-se da direção executiva a gestão de resultados no longo prazo, formação de estratégias agressivas e prestação responsável das contas.

Além das razões citadas, somaram-se outras forças internas e externas que estão conduzindo a governança corporativa a um patamar muito relevante entre as práticas mais modernas e avançadas na alta gestão empresarial. Como razões externas (Andrade e Rossetti, 2009), é possível citar: as mudanças no macroambiente, as mudanças no ambiente de negócios e as revisões institucionais.

Desencadeado pelo fim da Guerra Fria e com a constituição da União Europeia, o processo de abertura de mercados reais e financeiros, tendo como consequência a constituição de grandes blocos econômicos foi um dos grandes marcos da mudança do século XX para o século XXI. Estas mudanças ampliaram os fluxos de comércio e de transações financeiras, promoveram maior uniformidade das instituições nacionais e, gradativamente, o nacionalismo e protecionismo teve de dar espaço à inserção global negociada, quebrando velhas hegemonias nacionais.

Com as mudanças do ambiente macroeconômico global, o contexto dos negócios se tornou mais complexo. Empresas que eram protegidas pelos seus países de origem, segmentos com baixa concorrência e oportunidades previsíveis passaram a se tornar mais incertos, arriscados e complexos.

Paralelamente, manifestações ativistas se tornaram movimentos institucionais consistentes, os quais eram regularizados pelos mercados. Seguindo a lógica das razões fundamentais para a construção da governança corporativa, os investidores assumiram posturas mais fortes e intervencionistas em todos os mercados em que as suas empresas atuavam. Somado a isso, as autoridades reguladoras e grandes instituições de mercado reagiram de forma mais severa frente a escândalos

corporativos, criando leis e ampliando a disseminação de códigos de governança corporativa.

Somadas as razões fundamentais e às razões externas, outro conjunto de razões internas foi relevante. Embora sejam categorizadas como internas, elas são consequências de todas as outras já citadas, pois as mudanças ocorreram de forma sequencial ou simultânea. Por isso, é possível afirmar que houve uma transformação histórica, quanto as suas raízes, conteúdos e consequências (Andrade e Rossetti, 2009). As influências internas também podem ser divididas em três frentes: as mudanças societárias, os realinhamentos estratégicos e os reordenamentos organizacionais.

Respondendo às questões externas, desencadeou-se uma onda de diversas reestruturações societárias nas empresas. Privatizações, fusões, cisões e aquisições com envolvimento de capital estrangeiro se tornaram muito comuns. Além da necessidade de promover novos arranjos e alianças estratégicas na gestão das organizações, as sucessões de uma segunda geração que assumiu as empresas nas décadas de 50 e 60 estava deixando a terceira geração no controle a partir dos anos 2000. Este contexto exigia novos acordos entre os acionistas e novas práticas de governança. Ao levar em conta as mudanças societárias, também foi possível verificar um conjunto de realinhamentos estratégicos nas organizações, decorrentes de todas as mudanças citadas. Segundo os autores, dificilmente serão eficazes realinhamentos estratégicos sem boas práticas de governança corporativa.

Por fim, as mudanças societárias e na condução da estratégia dos negócios direcionam novos arranjos organizacionais. Estes novos arranjos passam principalmente pelo entendimento do papel dos acionistas (foco no retorno dos investimentos), da direção executiva (gestão dos negócios) e do conselho de administração (conciliando interesses, sendo guardiões dos valores corporativos e gerindo resultados). A adoção das boas práticas de governança corporativa talvez tenha sido um dos movimentos mais importantes do sistema capitalista, do novo mundo corporativo e da ciência da administração (Andrade e Rossetti, 2009).

Sobre o conceito de governança corporativa, não há um consenso na literatura, devido à diversidade de abordagens e os estudos ainda recentes. Mesmo assim, Andrade e Rossetti (2009, p. 138) entendem que os conceitos podem ser divididos em quatro grandes grupos:

Guardião de direitos das partes com interesses em jogo nas empresas. Sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas. Estrutura de poder que se observa no interior das corporações. Sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009).

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar o seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.

### **2.1.1 Objetivos da Governança Corporativa**

Conforme abordado anteriormente, desde os anos 80 as relações entre a sociedade e o mundo corporativo estão se modificando, exigindo das empresas mais responsabilidade e disseminação das informações. Além desta necessidade, era necessário intervir na relação dos acionistas com os gestores das organizações e também na definição dos seus papéis. Neste contexto, entendia-se que havia uma questão essencial: quais interesses os gestores das empresas deveriam atender?

Andrade e Rossetti entendem que há duas orientações básicas quanto a esta questão: a gestão focada no objetivo de máximo retorno total aos investidores; gestão voltada para a harmonização do retorno dos investidores com os dos demais grupos com interesse em jogo nas companhias, os quais podem ser chamados de Stakeholders.

Em relação ao retorno harmonizado com os Stakeholders, existem proposições nominativas fundamentadas em cinco pressupostos: pressuposto financeiro, dos riscos assumidos, da gestão e dos conflitos da agência. Somado a estes, há a lógica que de que a maximização do lucro das empresas é o que mais gera benefícios a sociedade como um todo (Andrade e Rossetti, 2009).

O pressuposto financeiro baseia-se na ideia de que as empresas foram constituídas para gerarem retorno aos acionistas e que o lucro é a principal razão mobilizadora. Em relação ao pressuposto dos riscos assumidos, entende-se que os acionistas investem na empresa e o seu retorno, em tese, é incerto. Os demais stakeholders têm garantias mais controladas, incluídas nas obrigações da organização. Caso a organização não as cumpra, os stakeholders podem romper o relacionamento com mais facilidade. Sendo assim, a lógica dos riscos assumidos

fortalece também a ideia de que a governança deve priorizar os interesses dos acionistas. Por fim, os pressupostos da gestão e do controle dos conflitos da agência reforçam a prioridade dos objetivos dos acionistas, pois o estabelecimento de um único grande objetivo, em tese, torna a gestão mais assertiva e está baseado na lógica dos conflitos de agência.

Contrariando os pressupostos que defendem a construção de objetivos das práticas de governança corporativa voltados inteiramente ao máximo retorno dos acionistas, algumas preposições defendem que as companhias acumulam ganhos como imagem e reputação, apoiados no conceito base do *triple bottom line*. Este conceito olha simultaneamente para questões econômicas, ambientais e sociais (Andrade e Rossetti, 2009).

A tendência mundial é a de convergência para modelos que legitimem os direitos dos proprietários, também chamados de abordagens de governança *shareholders oriented*. Embora tenha diversos pontos fortes, direcionar os objetivos das práticas de governança corporativa somente para a geração de valor aos acionistas pode não levar em conta fatores não-financeiros que afetam a imagem das organizações.

## 2.2 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR

A discussão sobre governança corporativa está pautada na criação de mecanismos internos e externos que estreitem o relacionamento entre os proprietários e gestores, de forma delimitada e que gere valor aos acionistas (proprietários). Para isso, algumas estruturas são divididas e cada uma delas tem o seu papel definido, tais como: acionistas, conselho de administração e diretoria-executiva. A seguir, veremos algumas abordagens teóricas a respeito destas estruturas e como elas podem gerar valor para as organizações. Sobre a geração de valor, por meio da governança corporativa, (Andrade e Rossetti, 2009), abordam a seguinte perspectiva:

A governança, é, assim, um relevante valor corporativo e social. Mas, por si só, ela não cria valor. A criação de valor ocorre quando temos negócios atrativos, sancionados pelo interesse social, estrategicamente bem posicionados e bem gerenciados. Neste caso, as boas práticas de governança corporativa permitirão uma gestão ainda melhor, maximizando a criação de valor para os acionistas e para outras partes interessadas nos resultados da ação empresarial.

### 2.2.1 Grandes Investidores e Grandes Acionistas

Micheli (1999) definiu a hipótese de que a existência de grandes investidores em uma organização provoca um maior alinhamento entre os direitos sobre o fluxo de caixa (posse das ações) e os direitos de controle (votos para a tomada de decisão). De forma geral, a lógica de acionistas controladores predomina, partindo do pressuposto de que a detenção de propriedade em grandes proporções protege os investidores em relação aos gestores das empresas em ambientes de baixa proteção legal, ou seja, ambientes em que as práticas de governança corporativa são menos desenvolvidas e amparadas.

Entende-se que uma concentração em poucos acionistas gera mais incentivo para a coleta de informações e acompanhamento da gerência. A partir disso, Shleifer e Vishny (1986, p.465) criam um modelo no qual a presença de grandes acionistas possibilita o aumento de valor na empresa por meio da mudança de política corporativa, monitorando com mais clareza a gestão da companhia.

Por outro lado, é possível afirmar também que a concentração de ações em poucos investidores gera custos para a empresa. Demsetz e Lehn (1985) indicam que poucos acionistas geram riscos excessivos, pois tende a diversificar demais as estratégias ou ser extremamente conservador em relação às decisões da empresa. Outro problema importante é evidenciado por Shleifer e Vishny (1997, p.758) está ligado à defesa de interesses: os grandes investidores tendem a defender os seus próprios interesses em detrimento dos interesses do restante dos acionistas. Sendo assim, é possível definir que empresas com poucos acionistas correm riscos de serem ineficientes nas decisões por atenderem os interesses de um pequeno grupo de pessoas.

A expropriação dos acionistas majoritários em relação aos outros acionistas pode gerar tratamento preferencial, fazendo com que o poder de tomada de decisão seja maior do que o poder de voto, principalmente em mercados que as estruturas de governança e o ambiente político-legal são enfraquecidos. Sendo assim, empresas com um pequeno grupo de grandes acionistas podem ser mais assertivas no controle da gestão, mas tendem a desencorajar pequenos investidores pela expropriação apresentada.

### **2.2.2 Formação do Conselho de Administração e Desempenho da Empresa**

Visando melhorar a tomada de decisão nos Conselhos de Administração, grande parte dos códigos de governança corporativa defende a importância da presença de conselheiros independentes, ou seja, conselheiros que não têm nenhum vínculo familiar com os demais membros ou acionistas e qualquer outro vínculo de negócio com a organização. De acordo com o Código das Melhores Práticas do IBGC (2015), os conselheiros independentes devem ocupar boa parte do conselho se for comparado com os demais, para que assim haja independência no julgamento dos conselheiros e manutenção na integridade da governança corporativa.

Vários estudos procuraram estabelecer uma relação entre a composição do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, partindo do pressuposto que empresas com mais conselheiros independentes que sejam membros dos Conselhos de Administração apresentam resultados superiores às demais. Alguns destes estudos foram desenvolvidos analisando de forma direta a composição dos conselhos e os índices de mercado, cujas informações são públicas e disponíveis. Tendo em vista a facilidade de acesso aos dados, havia a possibilidade de gerar um resultado expressivo. Entretanto, os estudos não conseguiam informar como a composição do Conselho de Administração realmente afetava o desempenho da empresa, tendo em vista diversos outros fatores que podem afetar a variável “desempenho”. Hermalin e Weisbach (1998, p.97) afirmam que a probabilidade de preponderância de conselheiros independentes em uma empresa é maior após resultados ruins. Neste caso, seria possível indicar uma correlação entre maior número de conselheiros independentes em empresas que parecem piores, mas isto não poderia ser analisado com base em desempenhos anteriores. Sendo assim, ainda não há evidências bem embasadas que comprovem a relação entre a composição do Conselho de Administração e a geração de valor para a empresa.

### **2.2.3 Tamanho do Conselho de Administração e Desempenho da Empresa**

Sobre o número de membros em um Conselho de Administração, grande parte dos estudiosos acredita que quanto maior o número de conselheiros, menor é o desempenho marginal da empresa, ou seja, para cada membro adicionado a partir de

um determinado número, o desempenho é reduzido. Um conselho “superpovoado”, com um número superior a sete membros, conforme argumenta Jensen (1993, p.87), possui uma capacidade menor de ser efetivo e tende a ser mais controlado pelo presidente executivo. Brown e Maloney (1998. P, 25), afirmam que conselhos menores, em situações hostis, tendem a gerar maiores retornos de preços das ações para as empresas compradoras.

Contrariando a maioria dos autores, Dalton e Daily (2000), utilizaram a técnica de meta-análise e chegaram a um resultado oposto, encontrando uma relação positiva entre um grande número de conselheiros e o alto desempenho financeiro de uma empresa, independente das medidas de desempenho levadas em conta e o segmento de atuação da empresa. Comparadas as demais variáveis das estruturas de governança corporativa avaliadas, os autores chegam a afirmar que “o tamanho do conselho é o que melhor explica a diferença de desempenho financeiro nas empresas”. Independente da formação do conselho, entre conselheiros internos, externos ou independentes, o tamanho desta estrutura se mantém relevante para o desempenho da organização. De acordo com o estudo, é possível elencar algumas vantagens de um numeroso Conselho de Administração:

- Maior suporte ao presidente executivo;
- Possibilidade de melhor composição do conselho, tendo em vista a diversidade de experiências, atitudes e formações;
- Mais informações sobre o mercado, levando em conta as atuações paralelas dos conselheiros;
- Maior difusão de inovação entre as empresas, por meio da alavancagem dos contatos dos membros do conselho;

#### **2.2.4 Remuneração do Conselho de Administração, Diretoria-Executiva e Desempenho da Empresa**

Diferente dos diretores-executivos, que são remunerados pelas atividades na empresa, os conselheiros de administração compõem a sua remuneração com outras fontes de receita (YERMACH, 2004), seja como executivo em outras empresas, como membros de outros conselhos de administração, entre outras atividades.

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elaborado pelo IBGC (Código do IBGC, p. 54):

Os conselheiros devem ser adequadamente remunerados, considerando as condições de mercado, as qualificações, o valor gerado à organização e os riscos da atividade. A remuneração apropriada favorece o alinhamento de objetivos e evita o conflito de interesses.

Almeida (2012) indica que os conselheiros são muito mais motivados pela possibilidade de contribuírem com as empresas devido às experiências já vivenciadas, tendo a possibilidade de participarem de debates de alto nível do que da remuneração em si. Além disso, fatores como o tamanho da empresa, segmento de atuação e o tipo de controle acionário são fatores que podem determinar o montante pago aos conselheiros. Não existem estudos específicos que apontem a relação entre a remuneração dos membros do conselho de administração e o desempenho financeiro de uma organização.

Entre outras tarefas, é papel do conselho de administração definir a remuneração dos diretores-executivos. Desde o trabalho de Berle e Means (1932), existe a visão de que o diretor-executivo pode controlar o conselho de administração de modo a obter mais ganhos. Como alternativa de solução, é proposto o estabelecimento de um comitê de remuneração formado apenas por conselheiros independentes. Yermack (1996), encontra uma relação mais forte entre desempenho financeiro da empresa e a remuneração do diretor-presidente, indicando que conselhos de administração menores incentivam mais a diretoria-executiva a buscar resultados expressivos, e com isso, aumentam a sua remuneração.

Assim como na remuneração dos conselheiros de administração, não há uma conclusão nos trabalhos acadêmicos que indique se o comitê com conselheiros independentes são melhores que os conselheiros efetivos na determinação da remuneração dos diretores-executivos.

### 2.3 BM&FBOVESPA – B3

Fundada em 1890, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) era uma entidade oficial corporativa, vinculada ao governo estadual e com corretores nomeados pelo poder público. Após as reformas implementadas pelo governo

brasileiro entre 1965 e 1966, a Bovespa se tornou uma associação civil sem fins lucrativos, mantendo a característica institucional que tem até hoje.

Após se tornar uma Holding, deixando de ser uma associação sem fins lucrativos, a Bovespa Holding S/A passou por um processo de integração com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), denominando-se BM&FBOVESPA em 2008. A partir de então, a BM&FBOVESPA é considerada a principal instituição brasileira de intermediação para operações de mercado de capitais. O principal objetivo da empresa é potencializar oportunidades de negócios em um ambiente de mercado dinâmico, desafiador e competitivo em escala global. Atualmente, a empresa passou por um processo de fusão com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) e se tornou a B3.

### **2.3.1 Níveis de Governança Corporativa da B3**

Visando atender à crescente demanda por melhores padrões de governança corporativa no Brasil, alinhando interesses entre acionistas e a gestão das empresas listadas, a antiga BOVESPA criou em dezembro de 2000 segmentos especiais com os diferentes níveis de governança corporativa. As empresas listadas na Bolsa podem aderir de forma voluntária, adequando a sua estrutura para se tornarem mais atrativas sob o ponto de vista dos investidores. Todos os segmentos prezam por rígidas obrigações que vão além da Lei das Sociedades por Ações (Lei das S/A). Os diferentes níveis têm por objetivo assegurar direitos e garantias aos acionistas mediante a exigência de divulgação das informações mais completas e simétricas.

De acordo com Andrade e Rossetti (2006, p.440), os níveis de governança corporativa adotados pela BOVESPA garantiram maior proteção e maior presença dos investidores minoritários no mercado. Diversos estudos apontam que as empresas que aderiram aos segmentos de listagem tiveram impactos positivos nos seus negócios, tanto em relação ao volume de negociações, à valorização das ações emitidas e à liquidez das organizações.

Atualmente, a BM&FBOVESPA trabalha com cinco segmentos de listagem: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Segundo a instituição, desde a criação dos segmentos, a atuação se dá no sentido de identificar o “estado da arte” da governança corporativa.

### 2.3.2 Segmento Tradicional

Este segmento é o mais básico das empresas listadas na B3. As empresas listadas podem emitir ações preferenciais (PN) e ordinárias nominativas (ON), não há regras específicas para percentual mínimo de ações em circulação, vedação à acumulação de cargos, ofertas públicas de distribuição de dividendos, vedação a disposições estatutárias, vedação à acumulação de cargos, obrigações do conselho de administração, divulgação das informações em inglês e divulgações adicionais de informações. A reunião pública anual, divulgação de um calendário com os eventos corporativos, adesão à câmara de arbitragem de mercado, implantação de um comitê de auditoria, auditoria interna e *compliance* são facultativos nesta listagem.

Comparando com os demais segmentos de listagem, as maiores semelhanças estão na divulgação dos demonstrativos financeiros, conforme a legislação da Lei 6.404 das Sociedades Anônimas, a composição do conselho de administração, com no mínimo 3 membros. Porém, não há a exigência de compor este órgão com conselheiros independentes e até um terço dos membros do conselho podem ocupar cargos na diretoria-executiva da organização. Por fim, a concessão de *Tag Along* é 80% para ações ordinárias nominativas (ON), ou seja, caso a empresa tenha mudanças no seu controle, os acionistas minoritários receberão 80% do valor pago por ação pelo controlador. O *Tag Along* é um mecanismo de proteção para este grupo de acionistas.

### 2.3.3 Bovespa Mais

Com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil, possibilitando o acesso a mais empresas de forma gradual no mercado de capitais, a BM&FBOVESPA criou o segmento especial de listagem BOVESPA MAIS. O grande diferencial deste segmento está na possibilidade de realizar o IPO em até 7 anos, efetuando a listagem sem fazer ofertas neste período.

As regras de listagem no BOVESPA MAIS são muito parecidas com as do Novo Mercado, o que indica a necessidade das empresas aderentes ao segmento de cumprirem os mais elevados padrões de governança corporativa e de transparência com o mercado. Esta segmentação entre Novo Mercado e BOVESPA MAIS facilita a

identificação por parte dos investidores das empresas que ainda estão em desenvolvimento, buscando ampliar a liquidez.

### **2.3.4 Bovespa Mais nível 2**

O BOVESPA MAIS NÍVEL 2 é muito semelhante ao BOVESPA MAIS, a grande diferença está na possibilidade de emissão de ações preferenciais (PN), o que garante a estes acionistas a preferência no recebimento de dividendos e de ativos da empresa em caso de liquidação. Além disso, as ações preferenciais dão direito de voto aos acionistas em situações como aprovações de fusões e aquisições da organização, sempre que estas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

### **2.3.5 Novo Mercado**

O segmento de listagem chamado de Novo Mercado foi lançado em 2000 e estabelece os padrões de governança corporativa mais sofisticados, fazendo com que as empresas pertencentes a este segmento atendam à requisitos adicionais perante a legislação brasileira. A partir de 2002, quando teve a primeira listagem, o Novo Mercado é recomendado para empresas que querem fazer grandes ofertas, direcionadas a qualquer tipo de investidor. Na amostra de empresas que serão analisadas neste estudo, 50% delas aderem ao Novo Mercado. O conjunto de regras deste segmento amplia os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e rigorosas estruturas de controle.

As principais regras do Novo mercado são:

- O capital deve ser composto somente por ações ordinárias nominativas (ON) com direito a voto;
- No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*Tag Along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador;

- Caso haja deslistagem ou cancelamento do contrato de Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, as empresas deverão fazer oferta pública para recomprar as suas ações em circulação no mínimo, pelo valor econômico;
- Obrigação da implementação de comitê de auditoria (estatutário ou não estatutário), auditoria interna e funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais;
- Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos;
- A organização deve manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*);
- Elaboração e divulgação da Política de Negociações de Valores Mobiliários e o seu Código de Conduta;
- Não é permitida a acumulação do cargo de Presidente do Conselho de Administração e Presidente-executivo;
- Divulgar em inglês e português os fatos relevantes, informações de proventos e *press releases* dos resultados financeiros;

### 2.3.6 Nível 2

O Nível 2 é bastante semelhante ao Novo Mercado, porém com algumas diferenças. A principal delas se dá na permissão de manter ações preferenciais nominativas (PN). Tais ações ainda dão direito de voto aos acionistas em decisões que estiverem sujeitas à aprovação na assembleia dos acionistas, como aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa. Além disso, o conselho de administração deve ser composto por no mínimo 5 membros, dos quais ao menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos.

Caso haja venda do controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *Tag Along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

### 2.3.7 Nível 1

A principal finalidade deste segmento é favorecer a transparência das empresas que o adotam e o acesso às informações por parte dos investidores. No Nível 1, é permitida a manutenção de ações PN. É comum que empresas familiares adotem este segmento, pois é o mais propício para a manutenção do controle por parte de um pequeno grupo de acionistas. Abaixo, são listadas as principais regras do Nível 1:

- Compromisso da companhia de manter, no mínimo, 25% das ações em circulação;
- É vedada a acumulação dos cargos de Presidente-executivo e Presidente do Conselho de Administração;
- A organização deve elaborar e divulgar a sua Política de Negociações de Valores Mobiliários e o seu Código de Conduta;
- Elaboração e divulgação de um calendário anual de Eventos Corporativos, nos moldes estabelecidos para as organizações que fazem parte do Novo Mercado;
- Concessão de 80% de *Tag Along* para ações ordinárias nominativas (ON).

## 2.4 ANÁLISE DE INDICADORES FINANCEIROS

Assim como a governança corporativa busca orientar as relações entre os proprietários e gestores das empresas, visando a geração de valor, a análise financeira tem o viés de mostrar, a partir de ferramentas e indicadores financeiros, quais são as melhores decisões que devem ser tomadas pelos gestores do ponto de vista econômico. É comum que os investidores verifiquem as informações contábeis e financeiras disponibilizadas pelas empresas antes de tomarem qualquer decisão de investimento.

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2015, p.51), os indicadores financeiros “evitam problemas de comparação de empresas que tenham tamanhos diferentes”. Um dos problemas desta análise é o de que diferentes pessoas e fontes usam parâmetros diferentes para os mesmos indicadores, gerando confusão sob o ponto de vista de quem precisa das informações para a tomada de decisão.

### 2.4.1 Indicadores de solvência de longo prazo

Estes indicadores abordam a capacidade da empresa de cumprir as suas obrigações no longo prazo, ou ainda, a sua alavancagem financeira. O mais importante deles, que será usado para analisar parte do desempenho das empresas avaliadas, é o Índice de Endividamento Total, o qual representa o quanto a empresa utiliza capital de terceiros na sua estrutura de capital.

$$\text{ÍNDICE DE ENDIVIDAMENTO} = (\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido}) / \text{Ativo Total}$$

De acordo com Ross, Westerfield e Jordan (2015, p. 54), um índice de endividamento total pode ser alto ou baixo a partir da estrutura de capital definida pela empresa. A partir do endividamento total, é possível definir outras duas variações:

$$\text{Índice Dívida/ Capital Próprio} = \text{Dívida total} / \text{Patrimônio líquido total}$$

$$\text{Multiplicador do Patrimônio Líquido} = \text{Ativo Total} / \text{Patrimônio líquido total}$$

### 2.4.2 Medidas de lucratividade

As medidas de lucratividade visam mostrar como a empresa foi eficiente no uso de seus ativos e como ela geriu as suas operações. Tendo em vista o propósito de analisar o desempenho financeiro das empresas a partir do retorno dos acionistas, é possível utilizar o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, o qual é representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Retorno sobre o patrimônio líquido} = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$$

Neste caso, para cada real de patrimônio líquido, a empresa deve gerar um determinado valor de lucro. Este indicador é contábil, não levando em conta outras disponibilidades da organização.

### 2.4.3 Medidas de valor de mercado

As medidas de valor de mercado indicam valores que nem sempre estão presentes nas demonstrações contábeis e só podem ser calculados em empresas de capital aberto, o que é o caso das empresas avaliadas.

A primeira delas é o índice preço/lucro: esta medida mostra o quanto os investidores estão dispostos a pagar na ação a cada real de lucro corrente. É importante verificar que se a empresa apresentar baixos lucros, essa relação pode ser alta, reforçando que esta medida não pode ser avaliada isoladamente. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2015, p. 59), índices altos também podem indicar que a empresa está em crescimento. O índice preço/lucro é representado pela seguinte fórmula:

$$\text{Índice Preço/Lucro} = \text{Preço por ação} / \text{Lucro por ação}$$

Outra medida importante para a análise de geração de valor é o valor de mercado das empresas, o qual pode ser representado pela seguinte relação:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Preço da ação} \times \text{Ações em circulação}$$

É importante reforçar que esta medida é uma das mais voláteis que foi apresentada, pois não leva em conta o exercício contábil. O preço das ações varia diariamente e as ações em circulação são definidas a partir das estruturas de governança corporativa.

Por fim, é possível apresentar uma medida mais completa de valor da empresa, a qual leva em conta o caixa da organização e o seu endividamento. Sendo assim, é possível representar o valor de mercado da empresa por meio da seguinte fórmula:

$$\text{VE} = (\text{Valor de Mercado} + \text{Valor de mercado das dívidas} - \text{Caixa})$$

Os autores definem o valor da empresa dá a melhor estimativa do quanto é necessário para comprar todas as ações da empresa e pagar as dívidas. A subtração do caixa indica que este poderia ser utilizado para recomprar dívidas ou pagar os dividendos dos acionistas.

### 3 METODOLOGIA

Visando cumprir o objetivo geral e os objetivos específicos na análise de dados, o estudo será baseado em uma pesquisa quantitativa com o apoio do método qualitativo, tendo em vista o caráter mais subjetivo de algumas das informações estudadas, o meio técnico é de caráter documental. Conforme citado na Introdução, a amostra não probabilística da pesquisa é formada pelas empresas que estão classificadas em Consumo Cíclico, cujo subsetor é o de Comércio e o Segmento é o de Tecidos, Vestuário e Calçados, na BM&FBOVESPA. De acordo com esta classificação, serão analisadas as seguintes organizações: Arezzo Indústria e Comércio S.A, Grazziotin S.A, Guararapes Confecções S.A, Lojas Renner S.A, Marisa Lojas S.A e Restoque Comércio e Confecções de Roupas S.A.

Segundo Garcia Gutierrez (1984, p. 83), a Análise Documental é uma técnica que permite, mediante uma operação intelectual objetiva, a identificação e a transformação de documentos em produtos que facilitem a consulta dos originais em áreas de controle documental e com o objetivo último de serviço à comunidade científica. Sendo assim, a técnica de pesquisa será utilizada como base a partir da análise dos Formulários de Referência das empresas estudadas, entendendo as necessidades de cada organização perante a adoção de algum dos níveis de governança corporativa classificados pela B3. A análise inclui fatores como capital social, divisão da emissão de ações, composição do conselho de Administração, vedação a disposições estatutárias, vedação a acúmulo de cargos e obrigações do conselho de administração

Para avaliar o desempenho financeiro das empresas selecionadas, as bases de análise serão os balanços patrimoniais e os Demonstrativos de Resultado do Exercício (DRE) publicados entre 2010 e 2016. O estudo de desempenho, em um primeiro momento, será feito de forma individual para cada empresa, analisando Índice de Endividamento, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, Índice Preço/Lucro, Valor de Mercado e Valor da Empresa no período citado. Tendo em vista o caráter comparativo da pesquisa, haverá a comparação dos indicadores abordados entre todas as empresas, apontando quais delas apresentaram os melhores resultados financeiros ao longo dos últimos seis anos. Este comparativo será feito com base nos índices médios apresentados pelas organizações.

Posteriormente, será avaliado individualmente o conselho de administração de cada empresa estudada, tanto na sua formação quanto no seu tamanho, verificando a presença de conselheiros independentes, as mudanças na presidência dos conselhos e demais alterações. Na mesma linha, a remuneração do conselho de administração e da diretoria-estatutária serão levantadas. Inicialmente, com uma análise individual de cada empresa, identificando as principais formas de remuneração e a variação ao longo de oito exercícios contábeis. Finalizando os levantamentos individuais, será feito um comparativo da remuneração média do conselho de administração e diretoria-estatutária, identificando quais empresas mais investiram nas recompensas financeiras no segmento.

Para cumprir o objetivo de identificar as necessidades das empresas em relação à adoção das práticas de governança corporativa, o estudo levará em conta os segmentos de listagem em que as organizações estão inseridas, tendo em vista que os segmentos de listagem da B3 exigem regras específicas, indicando em que nível as práticas de governança estão sendo adotadas. Além de verificar os segmentos de listagem atual, a pesquisa estende o período de análise em oito exercícios contábeis.

Por fim, todos os pilares da análise de dados serão cruzados, verificando se o desempenho financeiro das empresas e a geração de valor podem ser relacionadas com a adoção das melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas avaliadas. Espera-se que as empresas com mais conselheiros independentes, que remunerem melhor o conselho de administração e diretoria-estatutária e que adotem o Novo Mercado como segmento de listagem, distribuindo o máximo possível da participação acionária, apresentem as maiores médias de geração de valor. Inicialmente, a proposta de cruzamento dos dados estava baseada no uso de uma regressão múltipla do tipo seção transversal para associar a geração de valor às práticas de governança corporativa. Entretanto, a amostragem baixa, com apenas 6 empresas, não geraria um coeficiente adequado para análise.

## 4 ANÁLISE DE DADOS

De acordo com os objetivos específicos indicados, a análise dos dados será dividida em quatro pilares: resultados financeiros, tamanho e formação do conselho de administração, remuneração dos executivos e adesão aos níveis de governança das empresas avaliadas indicados pela B3.

### 4.1 RESULTADOS FINANCEIROS

A seguir, são apresentados os resultados financeiros das empresas avaliadas de acordo com o segmento escolhido. Neste estudo, foram analisados os seguintes indicadores: índice de endividamento, multiplicador do patrimônio líquido, retorno sobre o patrimônio líquido, índice preço/lucro, valor de mercado e valor da empresa. O grande objetivo é verificar as modificações no valor das empresas ao longo dos últimos dez anos.

#### 4.1.1 Lojas Renner S.A

Fundada em 1956, no Rio Grande do Sul, a Lojas Renner S.A se tornou uma empresa independente do grupo A.J Renner. Mesmo tendo apenas a presença regional, logo em 1958 a empresa passou a ser uma companhia de capital aberto. Na década de 90, a Lojas Renner S.A deixou de ter gestão familiar e, em 1998, foi comprada pela J. C. Penney Brazil Inc., subsidiária de uma das maiores redes de lojas de departamentos dos EUA, dando início a um intenso plano de expansão nacional. Com o IPO em 2005, a Lojas Renner S.A se tornou a primeira corporação brasileira com 100% do seu capital pulverizado, listada no Novo Mercado, grau mais elevado dentre os níveis diferenciados de governança corporativa.

No período de 2007 a 2017, todos os índices de endividamento das Lojas Renner S.A foram superiores a 0,50, indicando que a estrutura de capital da organização é representada em mais da sua metade por capital de terceiros. Essa política está relacionada à política de maximização do valor da empresa. O aumento do endividamento ao longo dos anos reflete os índices, tendo em vista que estes são representados pela subtração entre ativo total e patrimônio líquido, divididos por este

ativo total. O maior índice de endividamento ocorreu em 2013, sendo de 0,67. Em 2017, o endividamento da Renner representava um montante superior a 4 bilhões de reais.

Ainda no período de análise, foi possível verificar os índices de multiplicador do patrimônio líquido, que reforçam a aposta das Lojas Renner S.A de utilizar a prevalência do capital de terceiros na alavancagem da organização. O menor índice é o de 2008 (2,19) e o maior índice foi o de 2013 (3,02), indicando que, para cada real de patrimônio líquido, R\$ 3,02 eram compostos de ativos, evidenciando a alta alavancagem financeira adotada pela gestão da empresa.

Em relação às medidas de lucratividade, a Lojas Renner S.A apresentou resultados bastante expressivos. Durante os 10 anos pesquisados, foi possível verificar índices de retorno sobre o patrimônio líquido positivos em todos os exercícios, ou seja, para cada real de patrimônio líquido, a empresa sempre gerou lucros aos seus acionistas. É importante reforçar que este índice é de retorno contábil. Seria inadequado estabelecer comparativos destes resultados com taxas de juros observadas nos mercados financeiros. O índice mais expressivo foi visto em 2010, quando a empresa gerou 30 centavos de lucro para cada real de patrimônio líquido, o segundo maior entre todas as empresas avaliadas dentro do mesmo segmento no período.

Por fim, foram mensuradas as medidas de valor de mercado da organização, buscando estabelecer as principais relações entre as práticas de governança corporativa e a geração de valor nas empresas. A razão entre preço das ações e o lucro por ação mostrou o quanto a empresa tem sido reconhecida e valorizada pelo mercado. Nos últimos três anos (2015, 2016 e 2017), o preço/lucro das Lojas Renner S.A foi superior 19, ocasionado pela decisão da empresa de desdobrar uma ação em 5, aumentando a liquidez dos ativos quando os preços estavam muito altos na Bolsa e distanciando a razão entre os preços ponderados pelo volume de ações e o lucro por ação.

Durante 10 anos, foi possível verificar que o valor de mercado das Lojas Renner S.A aumentou mais de 5 vezes, sem descontar a inflação. A empresa é vista como a principal referência do seu segmento, superando o principal período da crise macroeconômica que afetou o Brasil, adotando políticas de austeridade. A grande

materialização desta referência está refletida no valor da empresa registrado em 2017: R\$ 25.259.475.000,00, o maior entre todas as empresas pesquisadas. Este número é consequência, em termos financeiros, de pelo menos três grandes fatores: aumento nos índices de endividamento, divisão das ações de 1 em 5 a partir de 2014 e aumento no preço médio das ações negociadas.

Abaixo, todos os indicadores avaliados:

**Quadro 1 - Indicadores Financeiros da Lojas Renner S.A**

Lojas Renner S.A						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2007	0,58	2,37	0,27	4,83	R\$ 4.376.952.000,00	R\$ 5.113.643.000,00
2008	0,54	2,19	0,23	3,64	R\$ 1.905.409.000,00	R\$ 2.574.321.000,00
2009	0,60	2,47	0,24	2,90	R\$ 4.789.177.000,00	R\$ 5.521.364.000,00
2010	0,58	2,40	0,30	3,28	R\$ 6.900.484.000,00	R\$ 7.651.530.000,00
2011	0,61	2,58	0,29	3,57	R\$ 5.945.765.000,00	R\$ 7.196.007.000,00
2012	0,65	2,89	0,27	4,08	R\$ 9.902.558.000,00	R\$ 11.683.633.000,00
2013	0,67	3,02	0,27	3,83	R\$ 7.679.595.000,00	R\$ 9.900.274.000,00
2014	0,65	2,87	0,25	3,22	R\$ 9.741.896.000,00	R\$ 12.373.738.000,00
2015	0,61	2,54	0,25	19,00	R\$ 10.938.716.000,00	R\$ 13.754.012.000,00
2016	0,59	2,46	0,24	20,86	R\$ 14.887.907.000,00	R\$ 17.831.442.000,00
2017	0,57	2,34	0,23	27,60	R\$ 25.259.475.000,00	R\$ 28.523.814.000,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.2 Arezzo Indústria e Comércio S.A

A Arezzo&Co foi fundada em 1972, em Minas Gerais. Inicialmente, a empresa produzia calçados masculinos, mas logo passou a atender o público feminino e hoje é líder no setor de calçados, bolsas e acessórios no Brasil. Em 2011, visando dar um passo adiante no processo de institucionalização, a Arezzo se tornou uma empresa de capital aberto, tendo as suas ações ordinárias negociadas com o ticker ARZZ3.SA, estando listada no Novo Mercado da B3.

Diferente das Lojas Renner S.A, a Arezzo&Co apresentou índices de endividamento inferiores a 40% em todos os anos, desde que está listada, tendo como maior índice o de 37% em 2017, somado ao aumento de todos os outros indicadores avaliados. A estrutura de capital da empresa privilegia o financiamento com recursos próprios, tais como retenção de lucros e as políticas de distribuição dos dividendos. Em relação ao multiplicador do patrimônio líquido, a organização apresentou índices que refletem a sua baixa alavancagem financeira. O menor deles ocorreu em 2013

(1,23) e o maior foi o de 2017 (1,58), evidenciando o baixo uso de capital de terceiros para impulsionar os negócios da Arezzo&Co.

O retorno sobre o patrimônio líquido, visto como uma das principais medidas contábeis de lucratividade, foi expressivo. Desde a abertura de capital da empresa, em todos os anos foram gerados mais de 17% de retorno contábil para cada real investido no patrimônio líquido da Arezzo. No ano do seu IPO, este índice foi de 24%, o maior registrado no período de análise.

Desde que as suas ações passaram a ser negociadas na B3, os indicadores de Preço/Lucro da Arezzo&Co são positivos, pois em todos os exercícios os lucros por ações foram superiores aos apresentados nos anos anteriores. Entretanto, os preços médios das ações oscilaram nos períodos, tendo como menor preço médio o de 2011(R\$ 21,66 por ação) e o maior deles em 2017 (R\$ 41,06 por ação). O maior índice de preço lucro do período estudado foi o de 2012: 29,13, representado pela razão entre o preço médio das ações ordinárias de R\$ 31,75 e do lucro por ação de R\$ 1,09.

Em 7 exercícios, comparando o ano de 2011 com 2017, a Arezzo&Co aumentou o seu valor de mercado em 2,4 vezes, levando em conta os números apresentados nos seus demonstrativos, sem desconto de inflação. Em 2011, a empresa tinha o valor de mercado de R\$ 2.044.748.000,00, apresentando um pico em 2013, chegando a valer R\$ 3.493.183.000,00, quando o preço médio das ações era R\$ 35,89. A partir deste ano, os preços médios das ações caíram e, por consequência o valor de mercado também. É possível relacionar a queda do preço das ações com a crise macroeconômica que afetou o Brasil neste período, que ocasionou diversas oscilações nas taxas de câmbio e afetou as operações da empresa. Em 2017, com a alta no preço médio das ações, a empresa chegou ao maior valor de mercado registrado: R\$ 4.908.833.000,00. Em geral, o valor da empresa acompanhou as proporções dos valores de mercado, apenas somando a dívida líquida apresentada em cada exercício. Neste contexto, não por coincidência, o valor da empresa chegou em R\$ R\$ 5.090.578.000,00no ano de 2017.

Abaixo, seguem todos os indicadores avaliados:

**Quadro 2 - Indicadores Financeiros da Arezzo Indústria e Comércio S.A**

<b>Arezzo Indústria e Comércio S.A</b>						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2011	0,21	1,26	0,24	20,63	R\$ 2.044.748.000,00	R\$ 2.083.407.000,00
2012	0,20	1,25	0,21	29,13	R\$ 3.493.183.000,00	R\$ 3.587.267.000,00
2013	0,19	1,24	0,21	28,94	R\$ 2.636.951.000,00	R\$ 2.735.369.000,00
2014	0,23	1,30	0,20	21,31	R\$ 2.390.867.000,00	R\$ 2.490.277.000,00
2015	0,25	1,33	0,19	17,32	R\$ 1.863.435.000,00	R\$ 1.986.588.000,00
2016	0,20	1,25	0,17	19,12	R\$ 2.226.230.000,00	R\$ 2.332.279.000,00
2017	0,37	1,58	0,23	23,87	R\$ 4.908.833.000,00	R\$ 5.090.578.000,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.3 Guararapes Confeções S.A

A Guararapes Confeções foi fundada em 1947, quando os irmãos Nevaldo e Newton Rocha abriram sua primeira loja de roupas chamada " A Capital ", em Natal (RN). Desde 1970, o capital da empresa é aberto, dando a possibilidade de investimento nas ações da companhia. Além das atividades de varejo, o Grupo investe em pesquisa e desenvolvimento para integrar a cadeia de operações. Atualmente, o Grupo Guararapes Confeções S.A é proprietário das Lojas Riachuelo, da Midway Financeira, do Shopping Midway Mall e da Transportadora Casa Verde.

Semelhante à estrutura de capital da Arezzo nos primeiros quatro anos analisados, a Guararapes apostava mais no capital próprio para financiamento. Em 2007 e em 2008, os índices de endividamento eram de 33%. Entretanto, nos últimos 7 anos, os índices de endividamento cresceram mais, evidenciando que mais de 40% da estrutura de capital da organização estava sendo representada por capital de terceiros. Em 2015, o endividamento superou a faixa dos 50% e se manteve nesta linha até então. Conforme mencionado anteriormente, não existe o número certo para o índice de endividamento, pois isso depende de cada segmento de negócio. Do ponto de vista de mercado, a Guararapes S.A é uma das principais concorrentes das Lojas Renner S.A. Ao analisar os multiplicadores do patrimônio líquido, foi possível verificar o crescimento deste índice ao longo de todos os anos, tendo variações negativas apenas em 2008 com relação a 2007 e em 2017 com relação a 2016, ano em que o multiplicador foi de 2,13, sendo o maior índice registrado pela empresa no período de análise.

Nos indicadores de rentabilidade, a Guararapes S.A apresentou baixos índices, comparados aos indicadores das demais empresas analisadas que não fecharam os exercícios com prejuízos. Em nenhum dos anos analisados a empresa entregou mais de 20 centavos para cada real de patrimônio líquido sob a ótica contábil. Em 2007, a empresa entregava 18 centavos de lucro para cada real de patrimônio líquido, e este foi o maior índice registrado em 10 anos. Até 2014, a empresa apresentava crescimento no lucro líquido em todos os anos, porém em 2015 e 2016 os resultados apresentaram um decréscimo na faixa dos 27% de 2015 em relação à 2014 e de 66% em 2016, comparado ao resultado de 2014. Embora o cenário parecesse desfavorável, no ano de 2017 o lucro líquido foi 79% superior ao ano anterior.

Como a Guararapes S.A não está listada no Novo Mercado, que não permite a emissão de ações preferenciais nominativas (PN), foi necessário fazer a avaliação do índice preço/lucro das ações ordinárias (ON) e das ações preferenciais (PN). Na análise, foi possível perceber que os índices foram superiores nas ações ON, as mais negociadas no mercado e com o *tag along*, que permite o recebimento de ao menos 80% do valor da ação em caso de venda da empresa para um controlador. Os maiores índices de preço/lucro foram registrados em 2007, sendo de 25,93 para as ações ON e 21,02 para as ações PN. Já os menores índices foram registrados em 2009: 9,73 das ações ON e 10,08 das ações PN. É importante ressaltar o preço médio das ações da Guararapes S.A em 2017, que chegaram a R\$127,15 nas ações ordinárias e R\$ 109,54 nas ações preferenciais.

O valor de mercado da Guararapes S.A oscilou durante os 10 anos, motivado exclusivamente pela variação no preço das ações, pois não houve alterações nas quantidades de ações disponíveis. Em 2007, a companhia valia R\$ 3.850.080.000,00, considerando o preço e a quantidade de ações. Em 2008, houve uma queda significativa no preço das ações, muito motivada pela crise dos *subprimes* que afetou o cenário doméstico nos primeiros meses do ano, contexto que tornou o valor de mercado da empresa equivalente a R\$ 1.045.200.000,00. Porém, em 2009 o crescimento foi retomado. Em 2015 e 2016, houve um novo decréscimo significativo no preço das ações e no valor de mercado da companhia, motivado diretamente pela crise macroeconômica que afetou o mercado brasileiro no período. A mesma realidade é refletida nos índices de valor da empresa, mas é possível verificar grandes diferenças entre o valor de mercado e o valor da empresa a partir de 2014, pois a

Guararapes S.A aumentou significativamente o seu endividamento, ou seja, passou a usar mais o capital de terceiros para financiar as suas operações. Em 2016, o valor da empresa chegou a ser 94% superior ao valor de mercado, chegando na faixa dos R\$ 7.163.721.000,00.

Abaixo, seguem os indicadores avaliados no estudo:

**Quadro 3 - Indicadores Financeiros da Guararapes Confeções S.A**

Guararapes Confeções S.A						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro ON	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2007	0,33	1,50	0,18	25,93	R\$ 3.850.080.000,00	R\$ 4.264.294.000,00
2008	0,33	1,49	0,10	20,91	R\$ 1.045.200.000,00	R\$ 1.620.676.000,00
2009	0,34	1,51	0,14	9,73	R\$ 3.834.792.000,00	R\$ 4.521.001.000,00
2010	0,38	1,62	0,17	13,36	R\$ 4.966.728.000,00	R\$ 5.859.564.000,00
2011	0,40	1,66	0,16	13,91	R\$ 4.867.200.000,00	R\$ 6.067.045.000,00
2012	0,40	1,68	0,14	16,72	R\$ 7.216.248.000,00	R\$ 8.469.309.000,00
2013	0,41	1,68	0,15	15,02	R\$ 6.255.600.000,00	R\$ 7.951.852.000,00
2014	0,47	1,87	0,15	11,82	R\$ 4.804.176.000,00	R\$ 7.210.674.000,00
2015	0,52	2,07	0,10	11,26	R\$ 2.946.840.000,00	R\$ 6.222.212.000,00
2016	0,53	2,13	0,09	11,17	R\$ 3.675.672.000,00	R\$ 7.163.721.000,00
2017	0,50	1,98	0,14	13,91	R\$ 9.011.443.000,00	R\$ 12.557.891.000,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.4 Marisa Lojas S.A

A história da rede começou em 1948, quando Bernardo Goldfarb adquiriu a Marisa Bolsas, em São Paulo. Empenhando em ampliar a oferta ao público feminino, o fundador da empresa fundou a Marisa Malhas, uma das primeiras pontas de estoque do Brasil. Em seguida, iniciou o plano de expansão no mercado nacional, abrindo lojas nas principais capitais do Brasil. Atualmente, a rede está presente em todos os estados e capitais do país com quase 400 lojas físicas, todas próprias, além da loja virtual. Em 2007, o capital da Marisa Lojas S.A foi aberto.

Analisando os indicadores de endividamento da organização, foi possível verificar uma regularidade na estrutura de capital. Em todos os exercícios analisados, houve a prevalência do capital de terceiros. O maior índice ocorreu em 2011, quando 65% do financiamento da empresa correspondia à fontes externas. A variação entre os indicadores é pequena, tendo em vista que o menor índice foi o de 2009, representado por 53% da presença do capital de terceiros. Como reflexo dos índices

superiores de endividamento, o multiplicador do patrimônio líquido apresentou índices mais altos, tendo em 2011 o coeficiente mais alto (2,84) e em 2009 o menor (2,13). Com altos índices de endividamento, a Marisa Lojas S.A indicava o baixo grau de cobertura dos ativos em termos de recursos aportados pelos seus acionistas.

Nos indicadores de rentabilidade, a empresa apresentou grandes oscilações. Em 2007 e 2008, o retorno sobre o patrimônio líquido teve o mesmo coeficiente médio, indicando que para cada real investido no patrimônio líquido, a empresa estava entregando 8 centavos de lucro. A partir de 2009, os índices de retorno foram superiores a 20 centavos em quatro exercícios consecutivos. Entretanto, a partir de 2013, os índices decresceram em todos os anos. Neste ano, houve uma queda de R\$ 144.416.000,00 do lucro líquido em relação ao ano de 2012. Em 2014, houve uma nova queda em relação ao ano anterior e, a partir de 2015, todos os Demonstrativos de Resultado do Exercício (DRE's) apresentaram prejuízos da organização. Estes resultados, segundo a empresa, foram reflexo da crise macroeconômica que afetou o Brasil no período, tendo nos altos índices de desemprego os principais responsáveis pelos resultados deficitários desencadeados. Neste período, a empresa encerrou as atividades de lojas que apresentavam resultados deficitários, redesenhou o seu programa de fidelidade e encerrou a venda por catálogos (Venda Direta), que estava exigindo altos desembolsos de caixa por parte da companhia para sustentar o investimento. Além disso, a empresa adotou uma série de medidas para fazer a gestão dos negócios de forma mais integrada, olhando para a área de produtos, operação de lojas e cadeia de fornecedores. Tais medidas ainda não resultaram em geração de lucros no período avaliado.

Refletindo os índices baixos nos indicadores de rentabilidade apresentados nos últimos anos, o índice preço/lucro da Marisa Lojas S.A também apresentou decréscimos significativos ao longo dos 10 anos estudados. Em 2007, quando a empresa teve o seu IPO, o índice preço/lucro era de 37,36, índice que foi reduzindo significativamente até gerar índices recordes em 2013 e 2014 (48,25 e 53,08). Embora seja comum que altos coeficientes de índice preço/lucro indiquem confiança na empresa, estes coeficientes eram altos pelos baixos índices de lucro por ação apresentados nos exercícios: R\$ 0,46 e R\$ 0,27, respectivamente. A partir de 2015, ao invés de lucros, a Marisa Lojas S.A entregou prejuízos por ação, que são

consequência dos prejuízos entregues. Dessa forma, os últimos três coeficientes de preço/lucro apresentam sinais negativos.

O valor de mercado da Marisa Lojas S.A, logo do seu IPO, era R\$ 1.448.349.000,00, o terceiro maior entre todas as empresas avaliadas. Porém, ao longo dos anos, as variações no preço das ações, ocasionadas por diversos fatores, acabaram comprometendo a posição da companhia no ranking das empresas mais valiosas do segmento. O maior valor registrado foi o de 2012, quando a Marisa Lojas S.A valia R\$ 6.032.656.000,00, registrando um preço médio de R\$ 22,43 por ação. Neste período, segundo o IBGE, o comércio varejista brasileiro cresceu a uma taxa de 8,4%, o que também contribuiu para a valorização das ações da empresa. Diferente do período recorde, em 2017, o valor de mercado da companhia foi de R\$ 1.479.624.000,00, refletido diretamente pela queda no preço das ações, pois houve uma desconfiança dos investidores frente aos fracos resultados da empresa. Em relação ao valor da empresa, os resultados acompanharam as variações do valor de mercado, pois a dívida líquida acompanhou tais oscilações. O maior valor registrado no estudo foi o de 2013: R\$ 6.518.156.000,00.

Abaixo, seguem os indicadores avaliados no estudo:

**Quadro 4 - Indicadores Financeiros da Lojas Marisa S.A**

Lojas Marisa S.A						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2007	0,61	2,59	0,08	37,63	R\$ 1.448.349.000,00	R\$ 1.584.649.000,00
2008	0,60	2,51	0,08	17,43	R\$ 590.410.000,00	R\$ 638.710.000,00
2009	0,53	2,13	0,20	7,76	R\$ 2.029.533.000,00	R\$ 1.923.233.000,00
2010	0,60	2,50	0,25	16,88	R\$ 4.643.303.000,00	R\$ 4.675.403.000,00
2011	0,65	2,84	0,21	21,85	R\$ 3.155.822.000,00	R\$ 3.492.922.000,00
2012	0,57	2,35	0,22	18,09	R\$ 6.032.656.000,00	R\$ 6.518.156.000,00
2013	0,57	2,32	0,08	48,25	R\$ 3.450.914.000,00	R\$ 3.984.914.000,00
2014	0,61	2,57	0,04	53,08	R\$ 2.690.229.000,00	R\$ 3.304.429.000,00
2015	0,61	2,53	-0,03	-57,44	R\$ 989.817.000,00	R\$ 1.514.417.000,00
2016	0,62	2,61	-0,09	-16,79	R\$ 1.216.353.000,00	R\$ 1.627.053.000,00
2017	0,58	2,37	-0,06	-25,30	R\$ 1.479.624.000,00	R\$ 2.057.524.000,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.5 Restoque S.A

Fundada em 1982 por duas renomadas profissionais de moda do mercado brasileiro, a Restoque Comércio de Roupas LTDA é detentora de marcas posicionadas para públicos de alto poder aquisitivo. Em 2008, a empresa fez o seu IPO na BM&FBovespa e utilizou os recursos principalmente para expandir sua base de lojas próprias, recomprar lojas licenciadas e iniciar o processo de expansão de marcas. A Companhia possuía, no início deste ano, 11 lojas próprias, finalizando com 33 lojas, apresentando um crescimento de 154,0% em seu faturamento neste período.

De 2007 a 2017, o índice de endividamento da Restoque S.A passou por grandes variações, apontando diferentes decisões da gestão em relação à estrutura de capital da Companhia. No ano de 2007, antes do seu IPO, o índice de endividamento era de 0,44. Nos dois primeiros anos de capital aberto, 27% do capital da empresa era financiado por terceiros, índices baixos se comparados aos das demais empresas estudadas. De 2011 para 2012, a empresa aumentou em 176,2% o montante de empréstimos de longo prazo, preparando a operação de novas lojas próprias, adquirindo marcas e investindo em operações de retaguarda. Neste contexto, os indicadores subiram substancialmente, chegando em 0,79 em 2012 e 0,84 em 2013, sendo que em 2012 foram adicionadas à marca Le Lis Blanc (uma das marcas da organização) a linha de cosméticos e produtos de beleza “Le Lis Beauté” e a linha de produtos de vestuário para o público masculino “Noir, Le Lis”. Também em 2012, a Companhia adquiriu os direitos da marca Rosa Chá, não incluindo os colaboradores e demais ativos da empresa. Após as altas nos indicadores de endividamento, os anos seguintes evidenciaram uma nova postura estratégica da empresa. Em 2014, a Restoque S.A fez uma operação de fusão com a Dudalina, tornando-se a maior empresa de varejo de alto padrão do Brasil. A fusão convergiu com a diminuição dos índices de endividamento da empresa, que evidenciaram a prevalência do capital próprio na estrutura de capital da Companhia. O multiplicador do patrimônio líquido acompanhou as variações do índice de endividamento, chegando a 6,34 em 2013, o maior registrado entre todas as empresas avaliadas. Após a operação de fusão, os indicadores não passaram da faixa de 1,89.

A respeito da rentabilidade da Restoque S.A, também foi possível acompanhar variações importantes. Antes de abrir o capital, a empresa entregou 31 centavos de lucro para cada real investido no patrimônio líquido, sob a ótica contábil. Após o IPO, o maior índice registrado ocorreu em 2010, ano cujo coeficiente de retorno sobre o

patrimônio líquido foi 0,24. Em 2013, 2015 e 2016 os índices foram negativos, pois Companhia fechou os exercícios com prejuízos. De acordo com a administração da Restoque S.A, os prejuízos foram causados principalmente pelo ambiente macroeconômico desfavorável.

O valor de mercado da empresa apresentou o maior valor em 2014, ano da fusão com a Dudalina S.A. Nos anos seguintes, foram registradas quedas ocasionadas pelas oscilações do preço médio das ações. De 2008 a 2017, o valor da empresa aumentou mais de 9 vezes. Abaixo, seguem os valores dos indicadores avaliados:

**Quadro 5 - Indicadores Financeiros da Restoque S.A**

Restoque S.A						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2007	0,44	1,79	0,31			
2008	0,27	1,37	0,10	42,91	R\$ 200.375.000,00	R\$ 218.644.000,00
2009	0,27	1,37	0,04	80,77	R\$ 372.125.000,00	R\$ 374.709.000,00
2010	0,44	1,80	0,24	43,40	R\$ 969.160.000,00	R\$ 1.056.009.000,00
2011	0,64	2,76	0,19	224,21	R\$ 1.558.502.000,00	R\$ 1.831.479.000,00
2012	0,79	4,68	0,06	100,79	R\$ 1.395.365.000,00	R\$ 1.425.608.000,00
2013	0,84	6,34	-0,12	-553,35	R\$ 1.009.512.000,00	R\$ 1.155.085.000,00
2014	0,47	1,87	0,00	-2650,71	R\$ 2.514.688.000,00	R\$ 2.636.180.000,00
2015	0,45	1,82	-0,01	-735,73	R\$ 604.284.000,00	R\$ 1.015.759.000,00
2016	0,47	1,89	-0,04	-159,07	R\$ 1.032.182.000,00	R\$ 1.298.368.000,00
2017	0,42	1,72	0,20	3,97	R\$ 1.677.033.000,00	R\$ 2.038.266.000,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.1.6 Grazziotin S.A

Com a proposta de ser um atacado, quatro irmãos da família Grazziotin abrem a empresa em 1950. Ao incorporar mais membros familiares no negócio, a organização passa a atuar com importações e exportações. Com a estabilidade econômica da década de 60, a Grazziotin ampliou as suas operações, vendendo tanto por atacado quanto no modelo de varejo. Nos anos 70, a empresa já havia mudado o seu modelo de negócio, atuando apenas no varejo e comercializando móveis, eletrodomésticos, bazar, ferragem e material de construção.

Ao inaugurar o seu prédio administrativo em 1979, a empresa também fez um grande movimento: buscou o primeiro aporte de capital, tornando-se uma sociedade anônima, comercializando ações na Bolsa de Valores. Depois de diversos

movimentos, separando os segmentos comerciais, a empresa opera com quatro redes, cada uma no seu segmento de comércio, nos três estados da região sul do Brasil com mais de 240 lojas e quase 2 mil colaboradores.

Na análise de indicadores, foi possível verificar que a estrutura de capital da Grazziotin S.A privilegia o uso de recursos próprios para financiar as operações da empresa. Nos 11 exercícios avaliados, nenhum índice registrado foi superior a 0,34 e inferior a 0,25, mostrando um baixo nível de variação. O multiplicador do patrimônio líquido, como era esperado, acompanhou as variações do índice de endividamento. O maior coeficiente foi registrado em 2013, sendo de 1,51. Entretanto, houve uma maior variação proporcional entre o maior e o menor índice se compararmos com o endividamento da empresa. O crescimento de ativos da empresa não acompanhou o crescimento do patrimônio líquido, ocasionando a maior variação no multiplicador.

Sob a ótica contábil da rentabilidade, a Grazziotin S.A gerou lucratividade em todos os anos estudados. Em 2008, a empresa entregou 21 centavos de lucro para cada real investido no patrimônio líquido, o maior índice registrado. A partir de 2009, o índice caiu pela metade e cresceu lentamente, mantendo a regularidade na faixa dos 11 aos 15 centavos de lucro até 2017. Estes resultados se devem ao fato de que, embora o lucro líquido tenha mais do que dobrado, o patrimônio líquido aumentou em mais de 3 vezes ao longo dos anos, tornando os índices mais regulares.

Assim como a Guararapes S.A, a Grazziotin possui ações ordinárias e preferenciais. Sendo assim, o índice preço/lucro foi avaliado por cada tipo de ação nos anos estudados. O lucro por ação foi mais alto em 2007, o que ocasionou baixos índices de preço/lucro no período. A partir de 2008, os coeficientes ficaram mais regulares, consequência da estabilização nos preços das ações da Companhia. Embora a crise macroeconômica iniciada em 2014 tenha afetado a Grazziotin S.A em alguns indicadores, os menores preços médios de ações registrados ocorreram em 2009, ano em que o Brasil estava sofrendo diversos revezes devido à crise internacional. Avaliando os índices de preço/lucro das ações como um todo, foi possível identificar que os maiores coeficientes médios estiveram presentes nas ações ordinárias, com uma pequena superioridade sobre os índices das ações preferenciais.

Em relação ao valor de mercado, os menores valores registrados ocorreram em 2008, 2009 e 2015, anos em que os preços das ações estavam em queda. Mesmo

que 2011 não tenha sido marcado por grandes crises e outros indicadores da empresa tenham aumentado, houve uma ligeira queda no preço das ações em relação a 2010, o que determinou o valor de mercado da Companhia neste exercício. É importante destacar o maior valor de mercado e valor da empresa registrados no ano de 2017: R\$ 538.667.000,00 e R\$ 733.420.024,00, respectivamente. A Grazziotin S.A do seu teve alta no preço das ações e aumentou em 10% o seu endividamento, números responsáveis por tais resultados.

Abaixo, seguem os indicadores avaliados:

**Quadro 6 - Indicadores Financeiros da Grazziotin S.A**

Grazziotin S.A						
	Índice de Endividamento	Multiplicador do PL	Retorno sobre o PL	Índice Preço/Lucro ON	Valor de Mercado	Valor da Empresa
2007	0,29	1,41	0,19	2,37	R\$ 407.007.000,00	R\$ 452.292.224,00
2008	0,27	1,37	0,21	12,72	R\$ 129.267.000,00	R\$ 177.994.039,00
2009	0,30	1,42	0,11	6,00	R\$ 283.820.000,00	R\$ 387.183.888,00
2010	0,30	1,44	0,12	8,80	R\$ 334.034.000,00	R\$ 450.538.957,00
2011	0,32	1,46	0,12	8,25	R\$ 297.907.000,00	R\$ 418.764.384,00
2012	0,30	1,43	0,12	8,49	R\$ 348.162.000,00	R\$ 482.432.913,00
2013	0,34	1,51	0,14	7,21	R\$ 372.581.000,00	R\$ 511.066.064,00
2014	0,32	1,47	0,15	6,39	R\$ 381.827.000,00	R\$ 571.451.908,00
2015	0,25	1,34	0,11	6,74	R\$ 209.362.000,00	R\$ 375.959.297,00
2016	0,29	1,40	0,14	5,37	R\$ 348.690.000,00	R\$ 533.231.129,00
2017	0,30	1,42	0,13	7,50	R\$ 538.667.000,00	R\$ 733.420.024,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

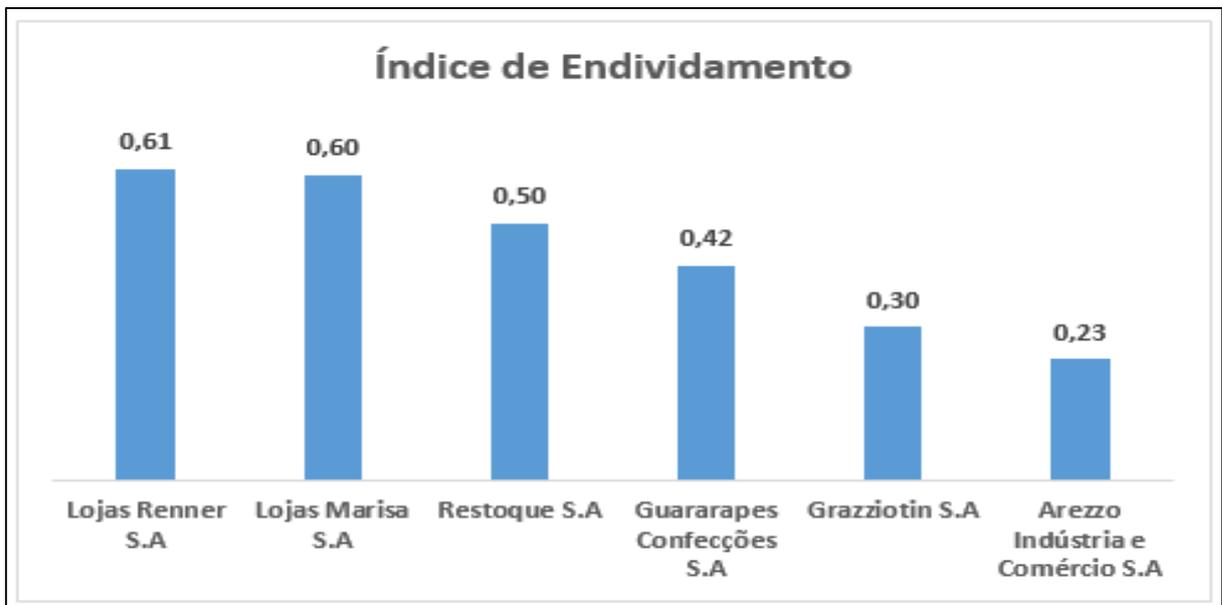
#### 4.1.7 Comparativo entre o desempenho financeiro das empresas

Estabelecendo comparativos entre as empresas avaliadas, foi possível identificar as diferentes estratégias financeiras para impulsionarem o desenvolvimento dos negócios. A partir do índice de endividamento médio em onze exercícios, percebe-se que a Lojas Renner S.A é a empresa que mais utiliza o capital de terceiros para financiar as suas operações, apresentando um índice médio de 0,61. Seguindo uma lógica semelhante, o coeficiente das Lojas Marisa S.A foi de 0,60, refletindo as decisões da gestão da empresa na estrutura de capital.

Das 6 empresas avaliadas, três delas estiveram acima dos 50% no uso de capital de terceiros na sua estrutura: Lojas Renner S.A, Marisa Lojas S.A e Restoque S.A, empresa que modificou muito a sua estrutura de capital ao longo dos anos, escolha que pode ser relacionada com a operação de fusão da Companhia com a

Dudalina. A Guararapes Confecções S.A, Grazziotin S.A e Arezzo&Co apresentaram índices médios inferiores a 50% no uso de capital de terceiros, sendo que a Arezzo Indústria e Comércio S.A registrou o menor índice médio das empresas avaliadas: 0,23. Este índice médio reflete a política de endividamento conservadora da empresa, que busca o crescimento sustentado por recursos próprios. A seguir, o ranking de endividamento das empresas estudadas:

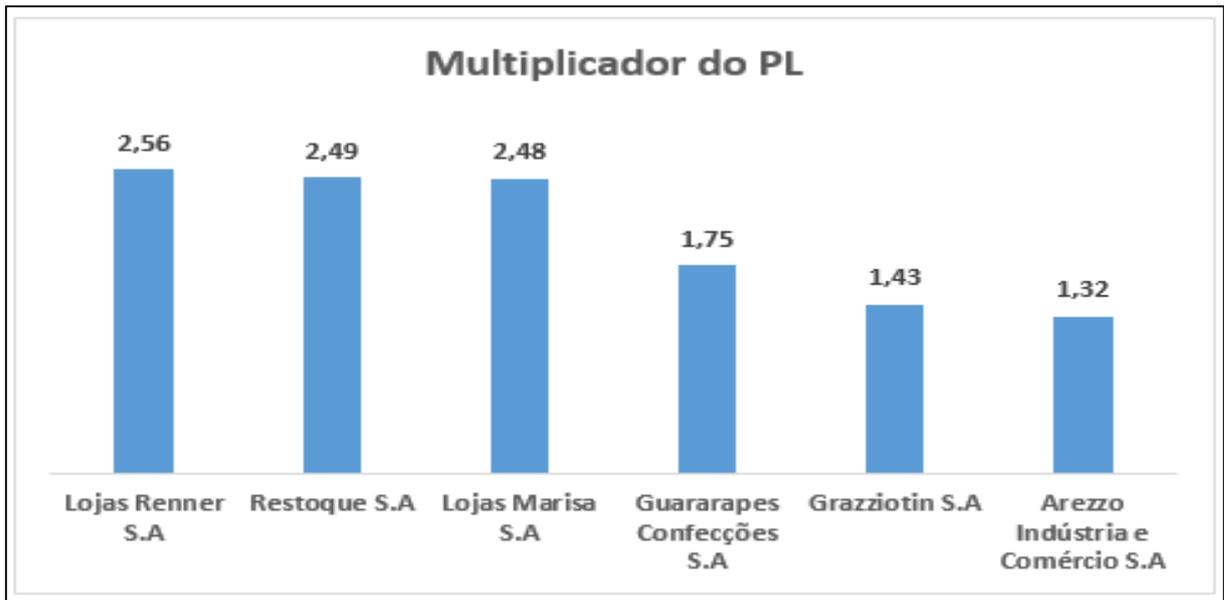
**Gráfico 1 - Comparativo do índice de Endividamento das Empresas Estudadas**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Assim como o ranking de endividamento, o ranking do multiplicador do patrimônio líquido foi bem semelhante, tendo a Lojas Renner S.A com o índice mais alto e a Arezzo&Co com o menor índice médio registrado. Em relação ao índice médio de endividamento, houve apenas uma diferença na colocação: a Restoque S.A teve o segundo maior índice, superando a Marisa Lojas S.A. Esta diferença foi ocasionada pelo altíssimo crescimento nos ativos e no patrimônio líquido da Restoque S.A a partir de 2014. Abaixo, segue o ranking destes indicadores:

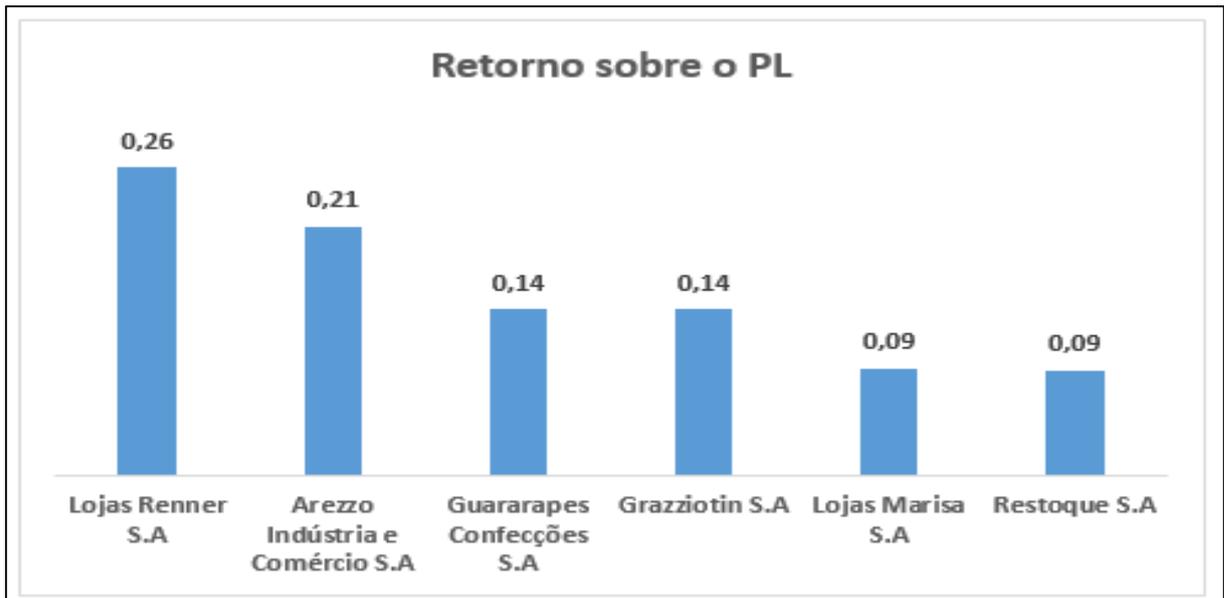
**Gráfico 2 - Comparativo do Multiplicador do Patrimônio Líquido das Empresas Avaliadas**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Comparando índices de rentabilidade sob a ótica contábil, foi possível verificar que, mais uma vez, a Lojas Renner S.A registrou o maior índice médio entre as empresas avaliadas, entregando 26 centavos de lucro para cada real investido no patrimônio líquido. De maneira geral, a estrutura de capital mais adequada para uma empresa depende do seu segmento de negócio e das políticas de gestão. Alguns segmentos trabalham com índices maiores de endividamento e alavancagem, possibilitando a maximização de valor das empresas e dos índices de rentabilidade. A partir dos dados apresentados, não foi possível estabelecer uma relação direta entre a prevalência de capital de terceiros no financiamento dos negócios com uma contribuição positiva para os indicadores de rentabilidade, tendo em vista que a Lojas Marisa S.A registrou prejuízos no período avaliado e que a Arezzo teve o segundo maior retorno médio sobre o patrimônio líquido, fruto da regularidade da empresa no crescimento do patrimônio líquido e manutenção de lucros. O alto índice médio de endividamento da Marisa Lojas S.A esteve mais relacionado à manutenção dos negócios, e não à maximização do valor. Por outro lado, a Grazziotin se manteve inferior às demais em todos os indicadores. Abaixo, segue o ranking do índice médio de retorno sobre o patrimônio líquido:

**Gráfico 3 - Comparativo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido das Empresas Estudadas**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os índices preço/lucro indicaram um ranking completamente diferente dos vistos anteriormente, tendo como líder a Arezzo&Co e a Guararapes Confecções S.A na vice-liderança. Mesmo com as oscilações de preços nas ações ao longo dos anos, a Arezzo manteve regularidade nos lucros por ação, fator que influenciou diretamente no índice médio registrado. Da mesma forma, a Guararapes S.A apresentou os maiores índices de lucro por ação registrados entre as empresas comparadas com regularidade. Em contrapartida, a Restoque S.A teve um índice médio bastante negativo, fruto dos altos preços das ações em anos que a empresa acumulou prejuízos. Nesta razão, os coeficientes foram os menores entre as empresas pesquisadas. Abaixo, segue o ranking de índice preço/lucro das ações ordinárias:

Gráfico 3 - Comparativo do índice Preço/Lucro para Ações Ordinárias



Fonte: Elaborado pelo autor.

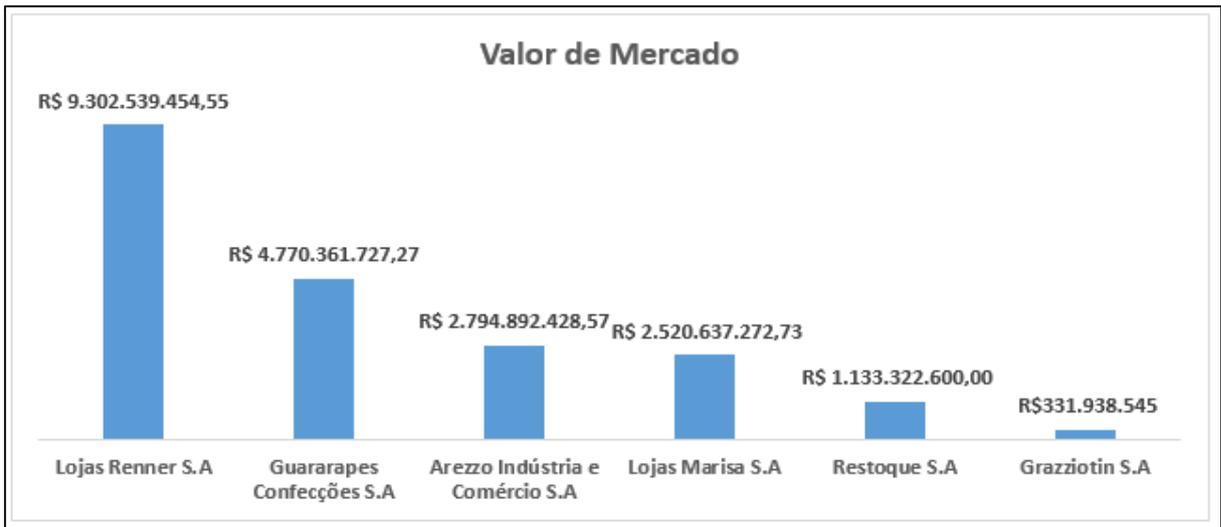
Analisando as médias dos valores de mercado das empresas estudadas, foi possível verificar que a Lojas Renner S.A apresentou o maior valor médio de mercado, sendo 1,95 vezes superior ao da Guararapes Confecções S.A, segunda colocada no ranking. Conforme mencionado anteriormente, a empresa já havia apresentado o maior valor de mercado da amostra e, ao longo dos exercícios, manteve altos valores de mercado, com exceção de 2008, ano em que a empresa foi afetada pela crise macroeconômica internacional. A Lojas Marisa S.A, uma das pioneiras na abertura de capital no segmento, figurou entre as empresas menos valiosas do mercado, tendo em vista a sua atuação nacional e um público-alvo mais denso que a Arezzo&Co e a Restoque S.A, empresas que apresentaram valores médios superiores e inferiores ao da Lojas Marisa S.A, respectivamente, esperava-se que a organização gerasse mais valor aos seus acionistas. A Grazziotin S.A, com atuação apenas na região sul do Brasil, apresentou os menores montantes, tanto de valor médio de mercado quando de valor médio da empresa.

Não houve alterações no ranking de valor médio de mercado e valor médio da empresa, indicando que o endividamento não foi crucial ao ponto de provocar um alto grau de variabilidade na média do valor da empresa na amostra. Como era esperado, todos os montantes médios do valor da empresa foram superiores aos de valor de mercado, tendo em vista a metodologia de cálculo. Cabe o destaque à redução de

diferença entre a Arezzo&Co e a Lojas Marisa S.A nas médias de valor da empresa. Os valores são justificados pela grande diferença de estrutura de capital que as empresas apresentaram nos exercícios avaliados, evidenciados pelos índices de endividamento já analisados.

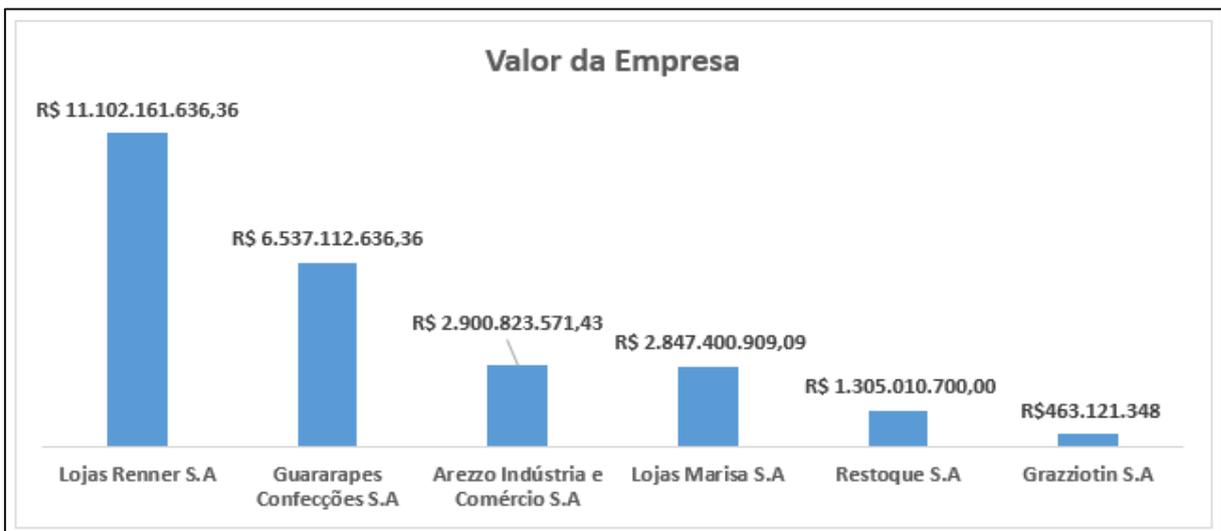
Abaixo, seguem os montantes médios de valor de mercado e valor da empresa:

**Gráfico 4 - Comparativo do Valor de Mercado das Empresas Avaliadas**



Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 5 - Comparativo do Valor da Empresa nas Organizações Avaliadas**



Fonte: Elaborado pelo autor.

## 4.2 ANÁLISE DO TAMANHO E FORMAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Os conselhos de administração das empresas avaliadas apresentaram diferentes perfis entre si. A Lojas Renner S.A formou conselhos administração com uma média pouco superior a 7 membros, sendo que em todos os anos mais de um terço dos membros eram independentes. Segundo o estatuto da empresa, o conselho de administração não pode ser formado por mais de 9 membros e, de acordo com as regras do Novo Mercado (segmento de listagem da empresa) o número mínimo é de 5 membros, sendo que 1/3 da totalidade do conselho deve ser formada por conselheiros independentes. Em 11 exercícios, o conselho de administração da Lojas Renner S.A foi presidido por três pessoas diferentes: Francisco Roberto André Gros, em 2007, Claudio Thomaz Lobo Sonder, de 2008 a 2012 e Osvaldo Burgos Schirmer, desde 2013. José Galló, CEO da empresa desde 1999, é membro do conselho de administração da Companhia desde 1998 e tem sido o único membro do conselho com funções executivas na empresa.

De deliberação colegiada, o conselho de administração das Lojas Renner S.A é responsável pela formulação e monitoramento para implantação das políticas gerais de negócios da Companhia, incluindo a sua estratégia de longo prazo. Além disso, o conselho exerce o papel de fiscalizar a diretoria-executiva da empresa e de contratar os auditores independentes, dentre outras demandas. Em média, os conselheiros ficaram em mais de 4 exercícios na organização, indicando a manutenção da equipe com foco na definição das estratégias de longo prazo.

Com média superior a 8 membros na composição do conselho de administração por exercício, a Arezzo&Co mostrou muita regularidade na formação do órgão. Em seis dos nove exercícios avaliados, tendo em vista que a empresa abriu o seu capital em 2011 e o a formação do conselho de administração leva em conta também os anos de 2009 e 2010, em 6 anos haviam 2 conselheiros independentes, períodos em que o número total era de 8 membros. Em 2013, 2014 e 2015, o conselho foi formado por 10 membros, com 3 mulheres e quatro conselheiros independentes para atender às exigências do segmento de listagem. Até então, embora o enfoque da empresa fosse o público feminino, nenhuma mulher fazia parte do conselho de administração da Companhia.

Embora a Arezzo&Co tenha apresentado um conselho maior que as demais empresas (número de membros), nos três primeiros anos avaliados o presidente e o vice-presidente do conselho de administração faziam parte da diretoria-executiva da organização. Anderson Lemos Birman (fundador) e Alexandre Café Birman, ambos da família que fundou a empresa, ocupavam tais cargos. Em 2011, quando a empresa abriu seu capital e passou a estar listada na BM&FBovespa, Anderson deixou o cargo de diretor, mantendo-se na presidência do conselho de administração.

Atualmente, Alessandro Giuseppe Carlucci ocupa o cargo de presidente do conselho de administração, sucedendo o fundador da empresa e, na vice-presidência, o cargo é ocupado por José Ernesto Beni Bologna, membro do conselho de administração desde o primeiro exercício avaliado neste estudo. Alessandro foi membro do conselho de administração da Lojas Renner S.A durante 2 anos. Em 2016, chegou a ser membro dos conselhos de ambas as empresas. A principal razão para a troca da presidência, segundo os acionistas majoritários da Companhia, é de perpetuar o crescimento da empresa de forma sustentada, avançando em mais uma etapa da estratégia definida pela empresa. Neste contexto, apenas Alexandre Café Birman, diretor-presidente da Arezzo&Co, mantém-se no conselho de administração e Anderson Lemos Birman não tem mais atividades na organização.

Com uma estrutura completamente diferente das demais empresas estudadas, a Guararapes Confecções S.A formou um conselho de administração com três membros em todos os anos avaliados, sendo que todos eles fazem parte da família que controla a Companhia. Estes membros são eleitos por assembleia geral de acionistas e podem ser destituídos dos seus cargos em qualquer momento do exercício. Não há a presença de conselheiros independentes. Nevaldo Rocha, um dos fundadores da Companhia, é presidente do conselho de administração e desde 2010 e tem ao seu lado Lisiane e Élvio Rocha, dois dos seus três filhos. Juntos, os três membros da família Rocha são responsáveis pela gestão estratégica da Guararapes Confecções S.A, o maior Grupo empresarial de moda do Brasil.

Mesmo que se trate de uma empresa familiar, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), recomenda a composição de um conselho de administração de 5 a 11 membros, com no mínimo 2 conselheiros independentes e mandato não superior a 2 anos. Das práticas recomendadas pelo IBGC, a Guararapes S.A cumpre apenas a última delas, pois os mandatos dos membros são de 1 ano,

permitindo a reeleição. Para empresas familiares, o IBGC indica a implantação da governança familiar. Entretanto, por mais que a Guararapes S.A seja uma empresa controlada por uma família, a sua estrutura de governança deve ser adequada às melhores práticas da B3.

Assim como a Guararapes S.A, a Marisa Lojas S.A atualmente é presidida por um membro da família responsável pela fundação da empresa: Márcio Luiz Goldfarb. Márcio foi presidente-executivo da Companhia durante 26 anos, e deixou o cargo para assumir a presidência do conselho de administração em 2016, visando profissionalizar a gestão da empresa. O processo de profissionalização da gestão envolve a saída de um membro da família do mais alto cargo executivo para que um administrador assumira a gestão das operações desta organização. Para atender as regras do segmento de Novo Mercado, a Marisa Lojas S.A sempre manteve cinco membros no conselho de administração, sendo que em todos os exercícios este órgão era composto por mais de 20% de conselheiros independentes, o que evidencia o avanço da empresa sob este aspecto, comparada a uma concorrente direta como a Guararapes Confecções S.A. Na formação do conselho de administração atual, 50% dos membros são conselheiros independentes, o que traz benefícios como a visão de fora a respeito dos negócios, experiências e bagagens complementares. Exemplo disso, Traudi Guida faz parte do órgão e foi fundadora de uma das principais marcas de moda do Brasil, Le Lis Blanc, que faz parte da Restoque S.A, uma das empresas analisadas.

Desde que fez o seu IPO em 2008, a Restoque S.A compõe o seu conselho de administração com 6 membros, em média. De 2009 para 2010, houve a troca de Marcelo Moojen Epperlein por Marcio da Rocha Camargo na presidência do conselho de administração, profissional que ocupa esta posição desde então. Até o ano de 2013, a empresa contava com apenas a quantidade de conselheiros independentes designada pela BM&FBovespa, que exigia 20% de conselheiros independentes no quadro. Durante 2 anos, entre 2014 e 2015, o conselho ganhou tamanho e com isso, mais conselheiros independentes. Neste período, Livinston Martins Bauermeister saiu do conselho e assumiu como diretor-presidente da Restoque S.A. Eleito em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 21 de outubro de 2016, com mandato unificado de 2 anos até outubro de 2018. A presidência e vice-presidência seguem ocupadas por Marcio da Rocha Camargo e Marcelo Faria de Lima,

respectivamente. Entretanto, o conselho foi reduzido a cinco membros, simbolizando uma retomada na estratégia de negócios da Companhia.

O conselho de administração da Restoque S.A é responsável pela formulação, implementação e monitoramento das políticas de negócios, que incluem também as estratégias de longo prazo. De acordo com o estatuto da empresa, todos os membros devem ter ao menos, uma ação da empresa e residirem no Brasil. As reuniões do órgão colegiado ocorrem, ordinariamente, trimestralmente e, extraordinariamente, sempre que convocado pelo seu presidente ou pela maioria dos seus membros.

A Grazziotin S.A é a empresa cujo os cargos de presidência do conselho de administração e presidência-executiva são ocupados pela mesma pessoa: Renata Grazziotin. Nos onze exercícios atualizados, a Companhia trocou a presidência do conselho apenas duas vezes, quando Gilson Valentin Grazziotin deixou o cargo em 2010, tendo na figura da Renata a sua sucessora. Com média de 6 membros, o conselho da empresa é formado por 50% de conselheiros independentes e aproximadamente 50% de membros da família, gerando um equilíbrio interessante na formação para a tomada de decisão.

De acordo com as práticas recomendadas pelo IBGC, o presidente do conselho de administração não deve ser também o diretor-presidente da empresa, tendo em vista que um dos papéis recomendados para o presidente do conselho é o estabelecimento de um ótimo relacionamento profissional com o CEO (diretor-presidente), assegurando que exista uma clara divisão de responsabilidades. O CEO deve ser responsável pela execução do plano estratégico e deve fazer a gestão das operações da organização. Renata Grazziotin, enquanto presidente do conselho de administração, deve assegurar a eficácia e o bom desempenho do conselho de administração, assegurar que todos os Conselheiros recebam informações completas sobre a empresa, liderar o conselho de administração na definição da estratégia e do alcance dos objetivos de negócio, entre outras práticas.

Analisando os conselhos de administração das empresas estudadas, foi possível verificar que o tamanho médio dos conselhos é de 6 membros. Tendo em vista que o Novo Mercado e grande parte dos segmentos de listagem exige ao menos 3 membros nos conselhos, todas as empresas atendem este quesito e inclusive superam o número, com exceção da Guararapes Confecções S.A, que manteve a média de 3 membros da família Rocha no conselho de administração da Companhia.

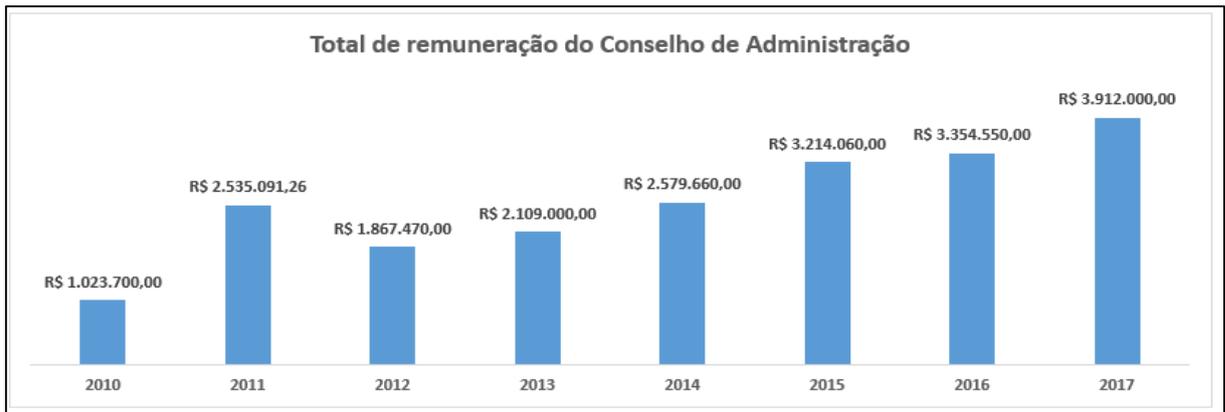
Em três das seis empresas avaliadas, membros da família fundadora das empresas ocupam a presidência do conselho de administração, indicando que o segmento ainda é de prevalência familiar. Até 2015, conforme mencionado anteriormente, a Arezzo&CO também tinha o seu fundador ocupando a presidência. Além dos presidentes, outros membros da família fundadora são conselheiros nas organizações. O progresso da profissionalização destes órgãos ainda é lento, tendo em vista as boas práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC. Tais práticas indicam que os conselhos de administração devem ser ocupados por profissionais que atuem como conselheiros independentes e que seja criado um conselho da família na estrutura que preze pelo desenvolvimento dos negócios e manutenção dos valores nas empresas.

#### 4.3 REMUNERAÇÃO DOS CONSELHEIROS E DIRETORIA-ESTATUTÁRIA

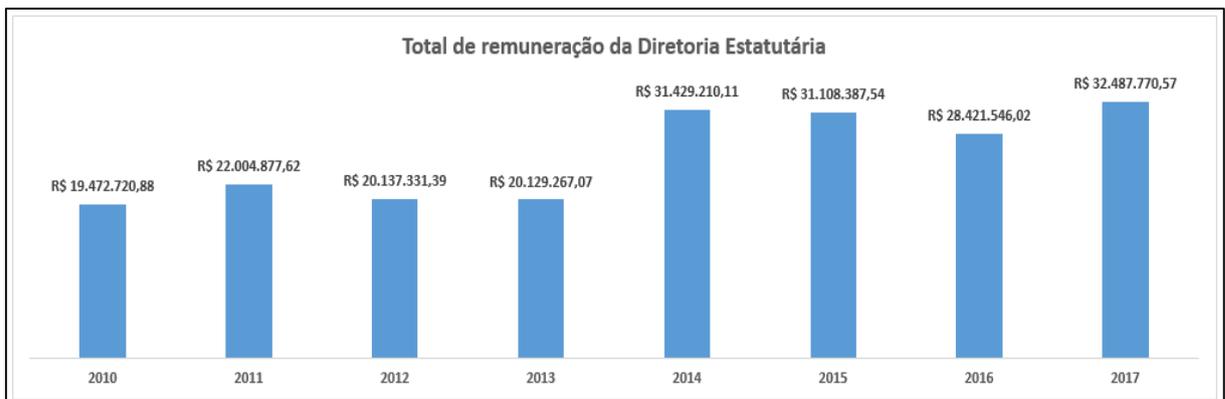
A análise da remuneração dos membros do conselho de administração e da diretoria-executiva das empresas avaliadas foi feita a partir de 2010, tendo em vista que assim foi possível estabelecer um comparativo entre todas elas.

A Lojas Renner S.A apresentou o segundo maior total de remuneração para o conselho de administração entre as empresas estudadas no período em um ano específico. Em 2017, a organização pagou R\$ 3.912.000,00 no total para 8 membros do conselho de administração, sendo que deste montante R\$ 1.470.000,00 era de salário fixo, R\$ 1.509.600,00 de participação fixa e o restante era composto por metas variáveis. Em 8 exercícios, a média de remuneração foi de R\$ 2.574.441,41, somando mais de 20 milhões no período.

Em relação à remuneração da diretoria-executiva, os montantes acumulados são bem superiores aos do conselho de administração. Nos 8 exercícios avaliados, a Lojas Renner investiu R\$ 205.191.111,20 em remuneração para os seus diretores, sendo que desse montante R\$ 105.700.803,26 são montantes de remuneração baseada em ações. Este modelo de remuneração permite que os diretores comprem as ações da empresa por um preço pré-fixado com um prazo determinado em Assembleia Geral. Abaixo, seguem os montantes de remuneração investidos pela Lojas Renner S.A desde 2009, tanto no conselho de administração quanto na diretoria-executiva:

**Gráfico 6 - Total de Remuneração do Conselho de Administração da Lojas Renner S.A**

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 7 - Total de Remuneração da Diretoria-Estatutária da Lojas Renner S.A**

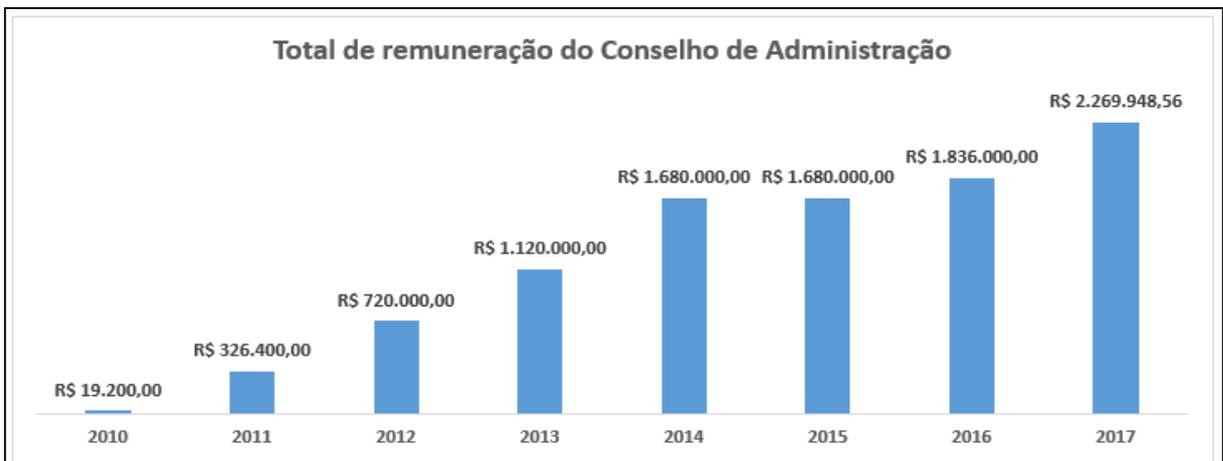
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Arezzo&CO, mesmo com um número médio de membros no conselho de administração superior ao da Lojas Renner S.A, a remuneração média foi menor. Parte disso se justifica pela ausência de benefícios variáveis. Neste caso, a empresa não está apostando na remuneração como um fato motivacional de curto prazo, relacionando-se positivamente com a tese de Almeida (2012), que indica maior motivação dos conselheiros em contribuir com as suas experiências na organização frente à remuneração.

Com uma média de 3,5 membros na diretoria-executiva por exercício, a organização investiu R\$ 43.125.053,62 em remuneração no período. Deste montante, 53% foi composto de remuneração fixa e o restante contemplou os demais benefícios, que incluem participação nos resultados de curto prazo, opções de compra de ações (benefício de longo prazo) e demais formatos. O Comitê de Pessoas da empresa,

órgão não estatutário, é o responsável pela definição de todas as políticas de remuneração dos executivos e demais funcionários. Tal política tem como objetivo gerar equilíbrio entre os objetivos da organização, a estratégia de negócios e as práticas de mercado. Busca, além da atribuição justa e reflexa do desempenho, a alavancagem dos resultados da Companhia e a atração e retenção dos melhores talentos. Abaixo, seguem os totais investidos em remuneração pela Arezzo&CO no período estudado:

**Gráfico 8 - Total de Remuneração do Conselho de Administração da Arezzo&Co**



Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 9 - Total de Remuneração da Diretoria-Estatutária da Arezzo&Co**

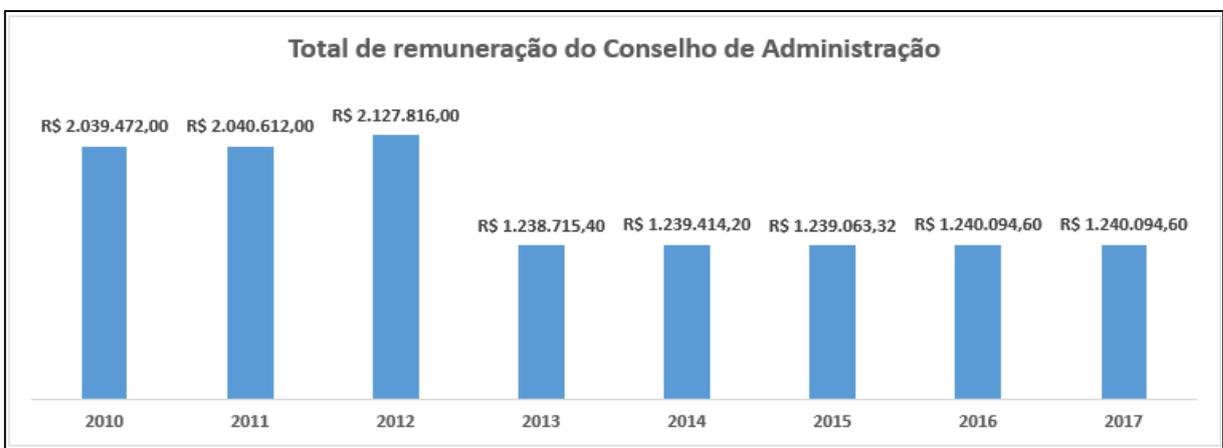


Fonte: Elaborado pelo autor.

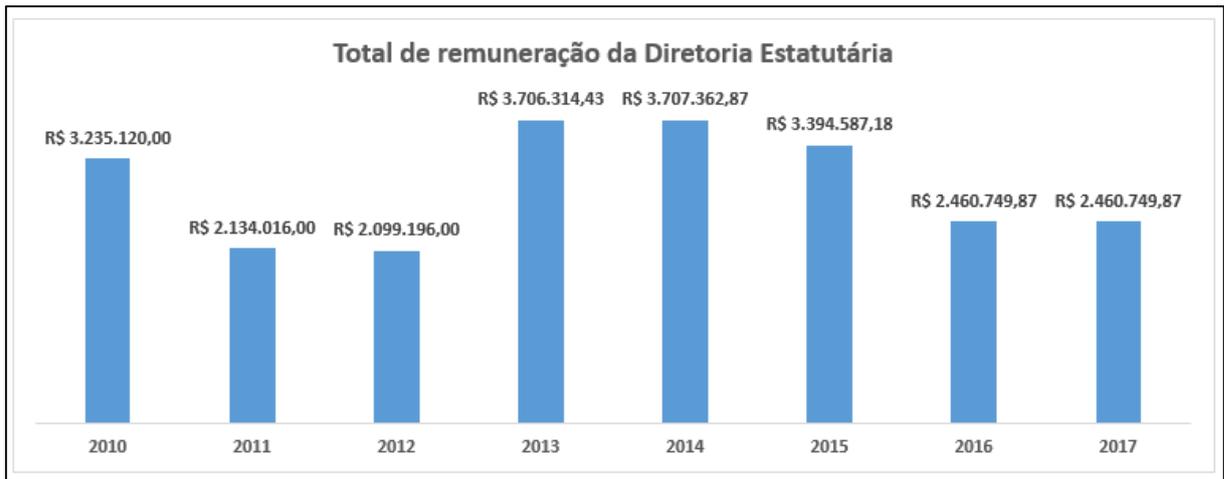
Composta apenas por remunerações fixas, a política de remuneração do conselho de administração e da diretoria estatutária na Guararapes S.A é a menos

discrepante entre todas as empresas avaliadas. Apenas em 2013 e 2014 a diferença de remuneração superou a faixa dos 100%. Nos demais anos, os montantes distribuídos foram muito parecidos. Diferente das demais empresas estudadas, a Companhia não aposta em incentivos de remuneração no médio e longo prazo. Parte disso se justifica pela composição dos membros de ambos os órgãos: membros da família Rocha, responsável pela fundação da empresa e com os acionistas majoritários da Companhia. Os demais diretores da empresa, não estatutários, recebem a remuneração variável, de acordo com o desempenho da Guararapes Confeções S.A no exercício. Segundo a empresa, não há um código formal das práticas de governança corporativa, indicando divergências no que compete às recomendações do IBGC em relação à remuneração dos seus conselheiros e diretoria estatutária. Abaixo, seguem os montantes de remuneração para o conselho de administração e diretoria estatutária:

**Gráfico 10 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Guararapes Confeções S.A**



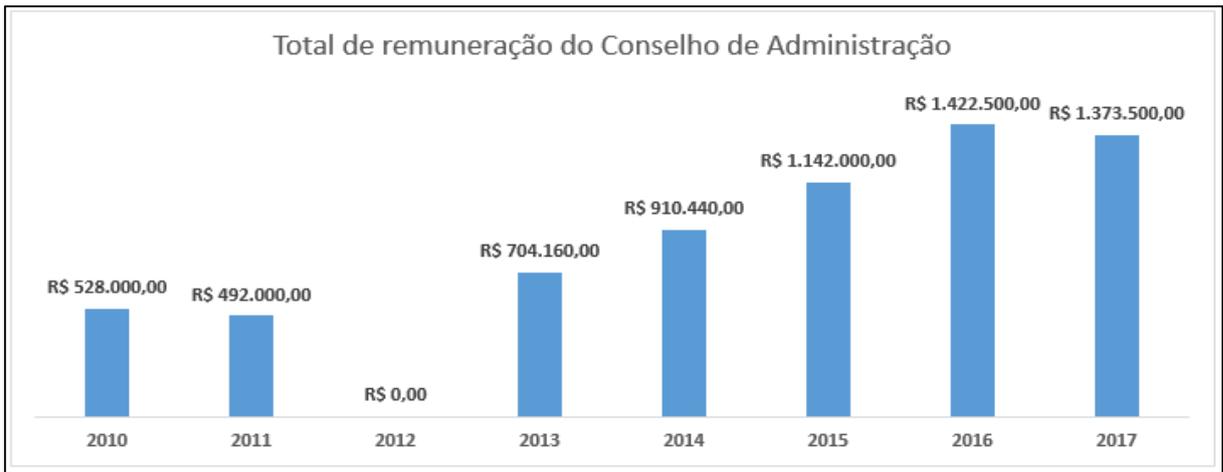
Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 11 - Total da Remuneração da Diretoria-Estatutária na Guararapes Confeções S.A**

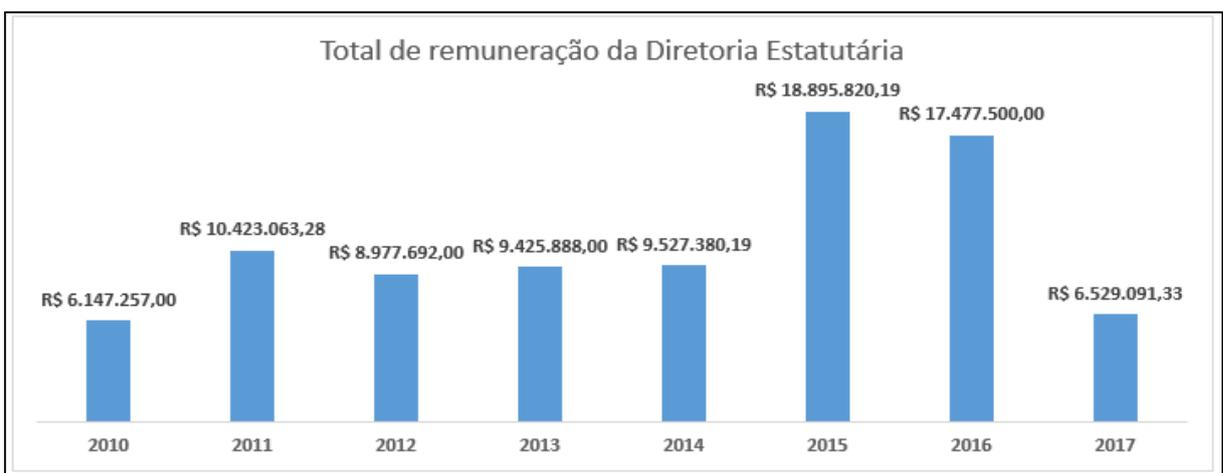
Fonte: Elaborado pelo autor.

A Marisa Lojas S.A adotou uma política de remuneração sem a remuneração de salário fixo para os membros do conselho de administração. Os benefícios foram por cada participação na reunião do conselho e de bonificações variáveis, gerando motivações de curto prazo no órgão colegiado. Em 2012, o conselho de administração não foi remunerado, mesmo que a empresa tenha alcançado resultados positivos no exercício.

Assim como nas duas empresas avaliadas que são listadas no Novo Mercado (Lojas Renner S.A e Arezzo&Co), a Marisa Lojas S.A adotou as mesmas políticas de remuneração para os seus diretores estatutários. Há o destaque especial para os exercícios de 2015 e 2016, anos em que a empresa adotou planos estratégicos para conter os prejuízos, justificados pela sua administração em razão da crise macroeconômica, em que a organização investiu R\$ 23.289.467,59 em remuneração variável, o maior montante da empresa nos períodos avaliados. A seguir, o investimento em remuneração do conselho de administração e da diretoria estatutária:

**Gráfico 12 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Marisa Lojas S.A**

Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 13 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Marisa Lojas S.A**

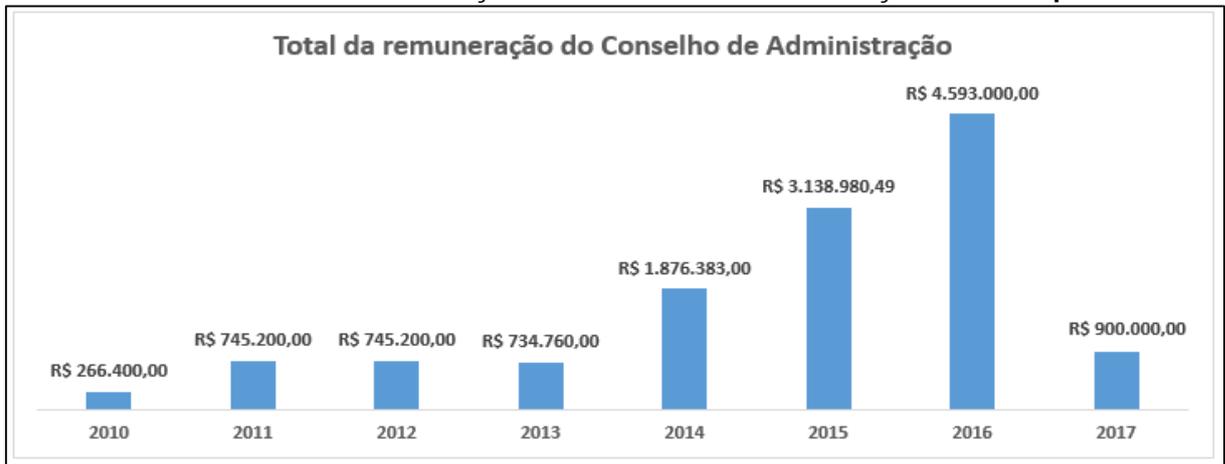
Fonte: Elaborado pelo autor.

Seguindo a mesma lógica da Marisa Lojas S.A, a Restoque S.A utilizou apenas a remuneração fixa em quase todos os exercícios avaliados, com exceção de 2010 (ano em que a empresa utilizou apenas a remuneração variável, 2015 e 2016. Neste caso, não há a política de incentivos para o curto e longo prazo, entregando a remuneração aos conselheiros independentemente da produtividade apresentada.

Em relação à diretoria estatutária, as bonificações seguem as práticas das demais empresas listadas no Novo Mercado, utilizando a remuneração fixa e com a bonificação variável registrada em 2016 e 2017. Embora a empresa não tenha entregue a bonificação variável nos demais anos, houve participação nos resultados, incentivando os diretores a buscarem os resultados de curto prazo. Em 2014 e 2015,

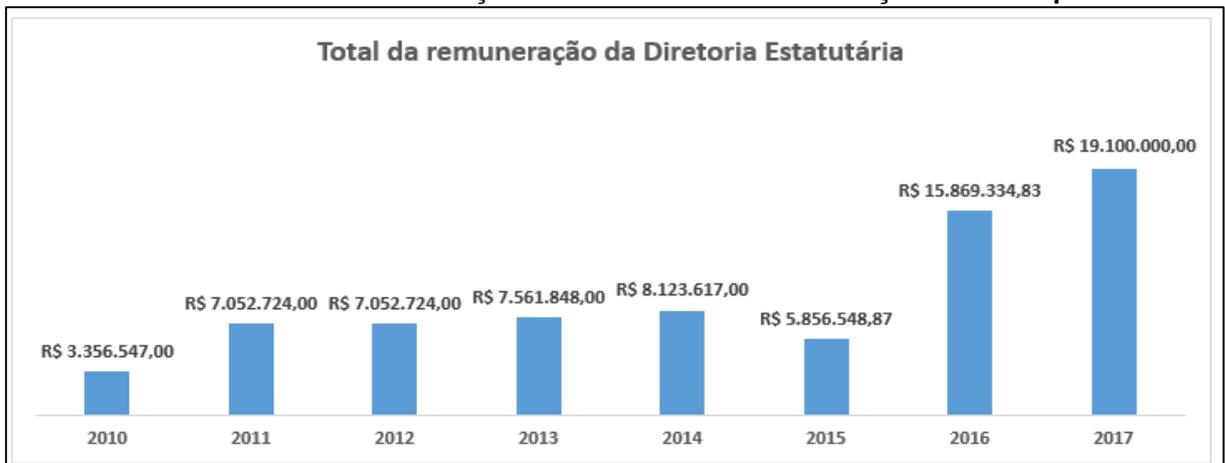
não houve a opção de compra de ações para os diretores. Neste período, a empresa ainda estava estruturando o processo de fusão com a Dudalina. A seguir, os montantes de remuneração registrados nos exercícios avaliados:

**Gráfico 14 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Restoque S.A**



Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 15 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Restoque S.A**



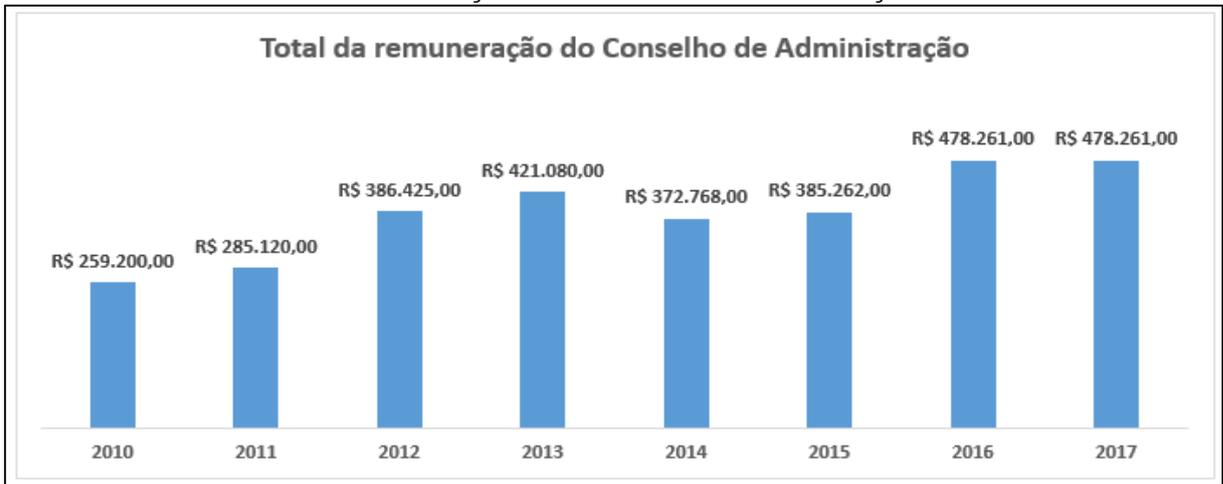
Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, a Grazziotin S.A apresentou outro estímulo de remuneração para o conselho de administração. Nos anos avaliados, a empresa remunerou com pró-labore mensal os seus conselheiros e remunerou no mesmo montante como participação nos resultados, ou seja, a remuneração dos conselheiros era o dobro do pró-labore anual. Segundo a administração da Companhia, o pró-labore tem por objetivo oferecer a contraprestação pelo desempenho das responsabilidades em cada

cargo. Já a remuneração variável tem por objetivo alinhar mais estritamente o desempenho de cada gestor aos resultados pretendidos pela Grazziotin S.A.

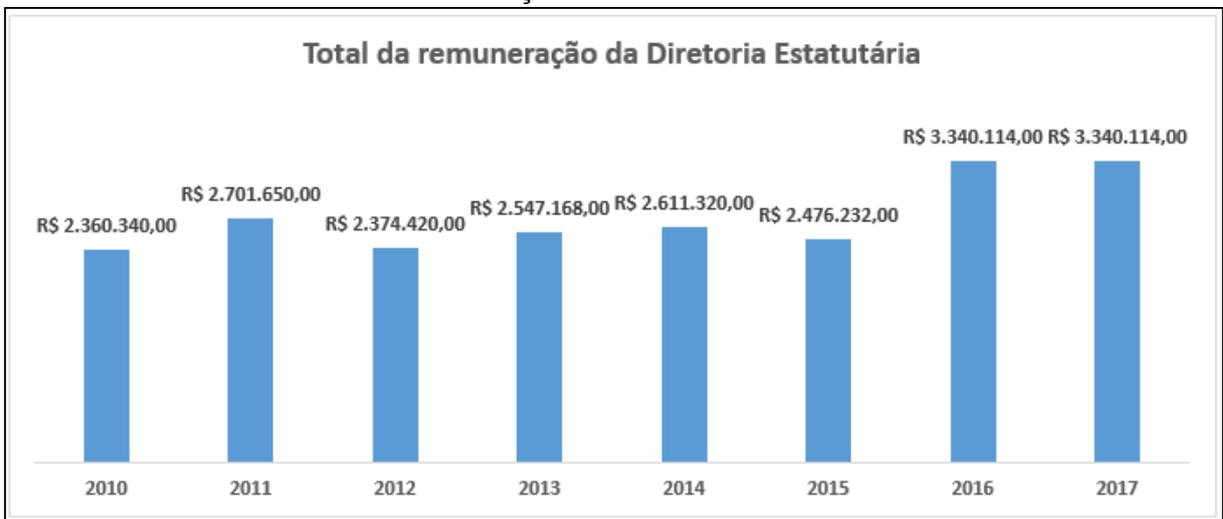
Da mesma forma que os conselheiros são remunerados, os diretores estatutários têm o seu pró-labore mensal e a participação nos resultados, que refletiu exatamente a remuneração fixa anual. Além destas, há o chamado Plano de opção de ações, que permite aos diretores estatutários investirem até 50% da sua remuneração variável anual na compra de ações da Companhia. Este formato de remuneração, segundo a empresa, tem por objetivo melhorar o preço das ações na bolsa e gerar foco no desenvolvimento em longo prazo. Abaixo, seguem os montantes investidos em remuneração pela Grazziotin S.A nos anos avaliados:

**Gráfico 16 - Total da Remuneração do Conselho de Administração da Grazziotin S.A**



Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 17 - Total da Remuneração da Diretoria Estatutária da Grazziotin S.A**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Avaliando as médias dos valores de remuneração dos conselhos de Administração, foi possível verificar que a Lojas Renner S.A foi a empresa que melhor remunerou os seus conselheiros no período, investindo uma média 53% maior que a Restoque S.A, segunda colocada no ranking. Além do salário fixo e da participação fixa, a participação variável compôs o maior conjunto de remuneração média entre as empresas estudadas. A Restoque S.A, após a operação de fusão com a Dudalina S.A, mesmo em um cenário de crise macroeconômica, elevou substancialmente o valor total da remuneração no conselho de administração.

As demais empresas, com membros das famílias fundadoras e acionistas majoritários nos conselhos de administração, apresentaram índices de remuneração inferiores. Cabe o destaque para a Guararapes S.A, que mantém o conselho de administração somente com membros da família e que manteve regularidade na remuneração fixa, não investindo em outros formatos. É importante registrar que a empresa registrou o maior índice médio de remuneração por conselheiro, chegando a R\$ 516.886,76 anuais. A remuneração variável, focada no atingimento das metas de curto prazo e o plano de compra de ações, medida de motivação dos conselheiros para desenvolvimento da empresa no longo prazo, não são artifícios usados pela família. É possível adotar o pressuposto de que, por serem acionistas majoritários e por terem a figura de Nevaldo Rocha (fundador da Guararapes Confeções S.A) no conselho de administração, que os conselheiros buscarão o desenvolvimento dos negócios independente do formato de remuneração.

Apesar de tornar o conselho de administração mais caro a partir de 2014, chegando a 10 membros no conselho, a empresa não figurou entre as que mais investiram na remuneração, registrando as menores médias de remuneração por conselheiro.

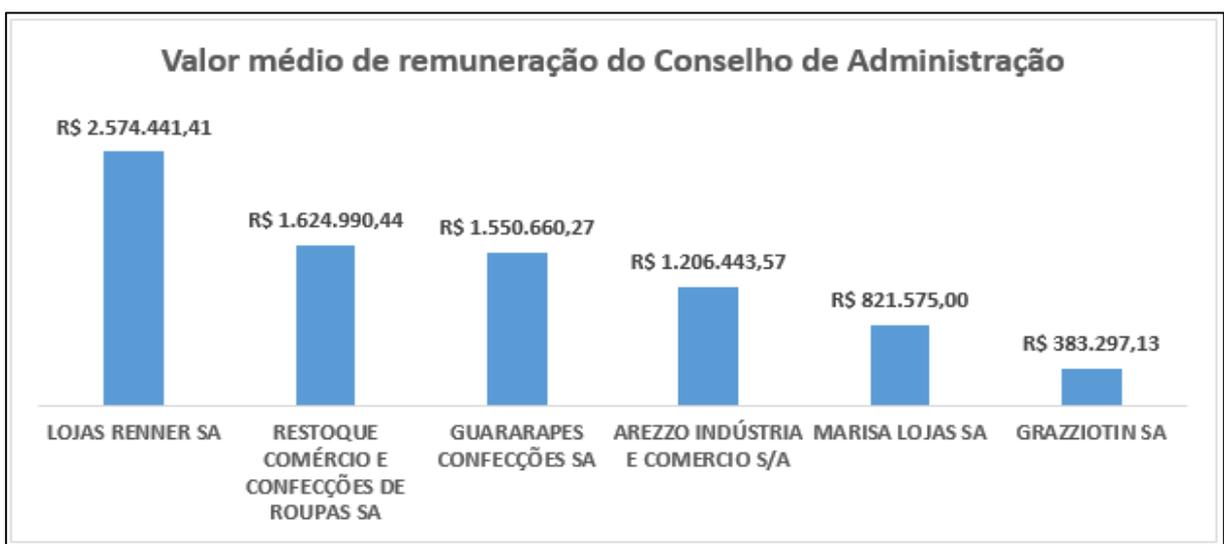
Foi possível estabelecer, pelos índices médios, uma relação entre a composição acionária das empresas e a remuneração dos conselheiros, tendo em vista que a Lojas Renner S.A foi a empresa que apresentou a composição de capital mais pulverizada entre as empresas estudadas, não tendo a presença de um acionista controlador e com os maiores montantes médios de remuneração no conselho de administração.

Assim como no conselho de administração, a Lojas Renner S.A foi a empresa que apresentou a maior remuneração média da diretoria estatutária, sendo 2,35 maior

que a da Marisa Lojas S.A, a segunda colocada no ranking. Diferente do conselho de administração, que em 2012 nem foi remunerado, a diretoria estatutária da empresa apresentou altos montantes de remuneração, principalmente nos anos em que estavam enfrentando a crise macroeconômica que afetava o Brasil e adotando planos de recuperação para os resultados negativos da organização.

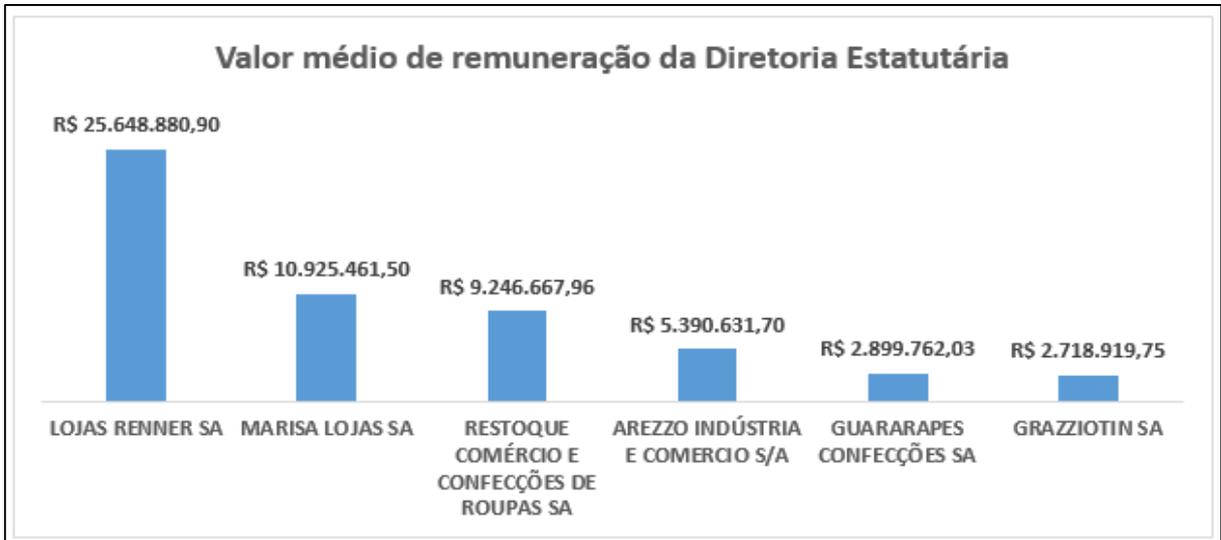
Seguindo uma lógica de regularidade, a Restoque S.A esteve entre as empresas que mais remuneraram os seus diretores estatutários, assim como no conselho de administração. A Arezzo&CO, buscando evoluir nas suas práticas de governança corporativa para desenvolver os negócios, elevou os seus montantes de remuneração nos últimos anos. Entretanto, não figurou entre as empresas com as diretorias estatutárias mais caras. Com valores pouco superiores aos de remuneração do conselho de administração, a Guararapes Confecções S.A registrou o segundo menor montante médio de remuneração dos diretores estatutários. Assim como no conselho, os componentes da diretoria estatutária da empresa são membros da família de acionistas majoritários, tendo uma remuneração média superior aos conselheiros. Finalizando o ranking, a Grazziotin S.A apresentou a menor remuneração em ambos os órgãos. Todas as empresas apresentaram remunerações médias maiores aos diretores estatutários, recompensando os profissionais que executam as estratégias definidas junto ao conselho de administração.

**Gráfico 18 - Comparativo do Valor Médio de Remuneração do Conselho de Administração**



Fonte: Elaborado pelo autor.

**Gráfico 19 - Comparativo do Valor Médio da Remuneração da Diretoria-Estatutária**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Contrariando a proposição de Yermack (1996), as maiores remunerações dos diretores estatutários não ocorreram nas empresas com os menores conselhos de administração, tendo em vista que a Lojas Renner S.A apresentou a segunda maior média de conselheiros por exercício e foi a que mais remunerou os seus diretores. Além disso, a Guararapes S.A e a Grazziotin S.A, com as menores médias de conselheiros por exercício, foram as empresas que menos remuneraram a diretoria estatutária no período avaliado.

#### 4.4 SEGMENTOS DE LISTAGEM

Listada no Novo Mercado desde 2005, após a venda do controle da Companhia por parte da *J.C. Penney*, a Lojas Renner S.A atende a todas as regras de governança corporativa exigidas pelo segmento de listagem. Tais práticas exigem, por exemplo, emitir apenas ações ordinárias nominativas (ON), dando direito a voto nas assembleias da empresa para todos os investidores, determinando o poder de decisão apenas pelo poder econômico do investidor, tendo em vista que quanto mais ações o investidor tiver, mais peso tem o seu voto. Assim como a Lojas Renner, a Arezzo&Co,

Lojas Marisa S.A e Restoque S.A estão listadas no Novo Mercado. Durante o período avaliado, não houve alterações de segmento de listagem das empresas.

Mesmo que quatro das seis empresas estudadas estejam no Novo Mercado e as regras sejam as mesmas, é possível verificar diferenças importantes entre elas, principalmente na divisão do capital. A Lojas Renner S.A não tem nenhum acionista com mais de 15% das ações, estando próxima do conceito de *Corporation*, denominação das empresas que possuem o capital pulverizado, que, segundo critério utilizado pelo IBGC, refere-se à organizações em que nenhum acionista possui mais de 10% das ações. Atualmente, o maior acionista da empresa é o fundo de investimentos Standard Life Aberdeen Plc, com 13,86% das ações ordinárias.

Seguindo uma lógica de controle diferente, a Arezzo&Co tem 51,4% das suas ações concentradas em dois acionistas: Anderson Lemos Birman e Alexandre Café Birman, membros da família que fundou a empresa e que já ocuparam cargos no conselho de administração e na diretoria-executiva. Atualmente, Alexandre é Diretor-Presidente e membro do conselho de administração da empresa. Neste contexto, é possível afirmar que, embora a empresa esteja listada no mais alto segmento de listagem, com as práticas mais modernas de governança corporativa, as principais decisões da Companhia estão nas mãos da família responsável pela fundação da Arezzo&Co. A Restoque S.A tem uma composição acionária bastante semelhante, na qual dois acionistas, Marcelo Faria de Lima e Marcio Da Rocha Camargo possuem 49% das ações da Companhia. Estes acionistas ocupam a presidência e vice-presidência do conselho de administração, respectivamente.

A Lojas Marisa S.A tem mais de 60% das ações concentradas em membros das famílias Golfarb, famílias responsável pela fundação da Companhia e que ainda tem membros tanto na diretoria-executiva quanto no conselho de administração. Neste contexto, as principais decisões e implementações destas passam pelas escolhas dos acionistas controladores.

No segmento de listagem Tradicional, a Guararapes Confecções S.A não adere as principais práticas de governança corporativa exigidas no Novo Mercado, emitindo ações ordinárias, preferenciais e não vedando o acúmulo de cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente da Companhia. De origem familiar, a empresa mantém os membros da família nos seus órgãos colegiados, controlando a tomada de decisão e implementação da estratégia que visa o desenvolvimento dos

negócios. Em relação à composição acionária, 82,75% das ações estão concentradas em membros da família Rocha, responsável pela fundação da Guararapes S.A. Neste caso, além de controlar e implementar a estratégia, os membros da família são os detentores da propriedade na organização. Dentre as empresas analisadas, a Guararapes S.A é que mais concentra o controle acionário em membros de uma mesma família.

Por fim, a Grazziotin S.A, também listada no segmento Tradicional, concentra a propriedade, a tomada de decisão e a gestão na família Grazziotin. A posição acionária mostra que 2,93% das ações estão divididas entre membros individuais e 36,22% das ações pertencem à V.r. Grazziotin S.A, empresa controladora da organização avaliada. É importante ressaltar que, mesmo estando listada em um segmento com práticas de governança corporativa inferiores às do Novo Mercado, a Grazziotin S.A é a empresa que menos concentrou o controle das ações em membros da família, comparando com as demais empresas que apresentam familiares dos fundadores como principais acionistas.

De acordo com as razões fundamentais para intensificar a governança corporativa (Andrade e Rossetti, 2009), a separação entre a propriedade e gestão, o processo de sucessão dos fundadores e possibilidade de novos formatos de investimento foram vistas nas necessidades de escolha das empresas nos seus segmentos de listagem, tendo em vista as adoções de práticas de governança corporativa específicas. Mesmo que as empresas listadas no Novo Mercado, compostas por acionistas controladores que são familiares dos fundadores não tenham separado completamente a propriedade e gestão, a adesão ao segmento indica uma evolução sob a perspectiva de novos formatos de investimento. As exigências do Novo Mercado fazem com que as empresas divulguem todas as informações necessárias para que os investidores tenham segurança na tomada de decisão, além de propiciar a compra de ações que mantém os mesmos direitos a todos os acionistas, diferenciado o poder de decisão apenas pelo número de ações em posse.

A passos mais lentos, sob a ótica das práticas de governança corporativa, a Guararapes Confeções S.A e a Grazziotin S.A envolvem a propriedade e gestão dos negócios nas mesmas pessoas. Por um lado, os riscos de conflitos são minimizados, mesmo que as práticas mais avançadas de governança corporativa também busquem

mitiga-los. Nesta lógica, os pressupostos da gestão e do controle dos conflitos da agência reforçam a prioridade dos objetivos dos acionistas (Andrade e Rossetti, 2009), indicando que há o estabelecimento de um único grande objetivo e que este garante o desenvolvimento da organização. Também é verdade que as boas práticas de governança corporativa, na sua essência, vislumbram a correção de desvios gerenciais, os quais muitas vezes são causados pelo acúmulo de funções dos acionistas nas organizações. Entretanto, não há evidências de desvios gerenciais nas empresas avaliadas.

#### 4.5 PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E GERAÇÃO DE VALOR

Analisando a média de geração de valor das empresas, o tamanho e a composição do conselho de administração, a remuneração média dos conselheiros e da diretoria-estatutária, bem como os segmentos de listagem adotados pelas organizações avaliadas, foi possível estabelecer relações importantes na busca do objetivo geral do estudo.

A Lojas Renner S.A, primeira empresa avaliada, apresentou a maior média de valor da empresa em onze exercícios, a segunda maior média de conselheiros, formando um conselho de administração com mais de 7 membros, dos quais ao menos 4 sempre foram independentes. Neste caso, a empresa supera os 20% de conselheiros independentes impostos pela adoção de práticas para estar listada no Novo Mercado e atende as recomendações do IBGC quanto à formação do conselho. O Instituto recomenda a preponderância de conselheiros independentes, para haver independência na tomada de decisão e a manutenção da integridade da governança corporativa. Além destes fatores, a organização apresentou as maiores médias de remuneração para o conselho de administração e diretoria-estatutária, indicando a força dos órgãos colegiados para o desenvolvimento dos negócios. A política de remuneração das Lojas Renner S.A está baseada na geração de incentivos financeiros para curto, médio e longo prazo.

Estando listada no Novo Mercado, a organização adere aos requisitos adicionais de governança corporativa, indicando aos investidores a transparência na divulgação das informações e a evolução do modelo no mercado brasileiro. Das seis empresas estudadas, quatro delas estão listadas no Novo Mercado. Entretanto, há

uma diferença importante: a posição acionária. Dentre as empresas listadas no segmento, a Lojas Renner S.A é a que apresenta o capital mais pulverizado, não tendo membros da família responsável pela fundação da empresa com mais de 5% das ações, nem qualquer pessoa física nesta condição. Embora Shleifer e Vishny (1986, p.465) tenham criado um modelo em que a presença de grandes acionistas seja benéfica a empresa, a Lojas Renner S.A contraria o modelo, apresentando a maior geração média de valor no segmento com a pulverização de acionistas, apostando no fortalecimento das práticas de governança corporativa, entregando informações claras e promovendo equidade entre os investidores.

Também adepta do Novo Mercado e com a maior média no tamanho do conselho de administração, a Arezzo&Co apresentou o terceiro maior valor médio de empresa. Sob o ponto de vista das práticas de governança corporativa, a empresa adota as principais recomendações. Com a estrutura de participação dos acionistas semelhante à da Restoque S.A, a Arezzo tem dois grandes acionistas controladores, membros da família fundadora da empresa e que ainda conseguem manter o controle das principais decisões. Apesar de adotar as melhores práticas, a empresa esteve entre as que apresentou os menores índices médios de remuneração do conselho de administração e diretoria-estatutária, apostando apenas na remuneração fixa como recompensa financeira. De acordo com a proposição de Yermach (2004), é possível assumir a hipótese de que os conselheiros estejam motivados muito mais pelo compartilhamento de experiências profissionais e tomada de decisão, tendo em vista que todos os membros do conselho de administração exercem papéis importantes em outras organizações. Em 2014, Anderson Birman propôs a ampliação do conselho de administração, dobrando o investimento em remuneração e integrando mulheres ao órgão colegiado. Tal mudança tinha como principal propósito a geração de resultados para a empresa. Porém, nos anos seguintes, o país enfrentou uma grande crise econômica, não apresentando crescimento imediato. Em 2017, a empresa apresentou o maior valor registrado desde que abriu o seu capital: R\$ 4.908.833.000,00. Este montante, segundo a administração da Companhia, é reflexo da aceleração do processo digital, envolvendo *e-commerce* e do forte processo de expansão das marcas. De certa forma, todas essas iniciativas passaram por decisões ligadas a profissionais que atuam na alta gestão da empresa, sejam eles da diretoria-estatutária ou do conselho de administração.

Apresentando uma média superior de remuneração perante à Arezzo&Co, a Restoque S.A foi a segunda empresa com o menor montante médio de valor de mercado e valor da empresa. Mesmo adotando as melhores práticas de governança corporativa, estando listada no Novo Mercado e com bons montantes de remuneração para os órgãos colegiados avaliados, a empresa não gerou valor aos seus acionistas da mesma forma que as demais concorrentes. Nos últimos anos, logo após a fusão com a Dudalina S.A, a empresa enfrentou um período importante de reestruturação dos negócios. Os indicadores de rentabilidade e de mercado da empresa oscilaram no período, tendo baixas significativas em 2015. Conforme citado na análise de segmentos de listagem, os dois principais acionistas da empresa ocupam a presidência e vice-presidência do conselho de administração. Diferente do modelo proposto por Shleifer e Vishny (1986, p.465), a Restoque S.A não apresentou bons resultados financeiros com grandes acionistas atuando de forma próxima à gestão da empresa.

Mais semelhante a posição acionária das empresas listadas no segmento tradicional, a Marisa Lojas S.A ficou entre as três empresas da amostra que menos geraram valor no período analisado, com base nos montantes médios. A média de 5,27 conselheiros por exercício, o segundo menor índice médio de remuneração para o conselho de administração e os resultados financeiros ruins contrastaram com a segunda maior média de remuneração da diretoria-estatutária e a escolha do Novo Mercado como segmento de listagem, segmento no qual a empresa deve adotar as melhores práticas de governança corporativa. Entre os principais acionistas da organização, pelo menos 11 são membros da família responsável pela fundação da Marisa Lojas S.A e dois deles estão em um conselho de administração formado por 6 componentes. Analisando as médias da empresa, é possível relacionar o caso da Marisa Lojas S.A com o estudo de Yermack (1996), em que conselhos de administração menores impulsionavam mais os diretores por meio da remuneração. Entretanto, diferente do que o autor propôs, os resultados da empresa não foram maximizados, ocorrendo aumento de prejuízo líquido nos anos em que a diretoria-estatutária recebeu os maiores montantes de remuneração.

Em outro segmento de listagem, adotando práticas de governança corporativa mais simples, a Guararapes S.A e a Grazziotin S.A apresentaram gerações de valor completamente distintas. Liderada por Nevaldo Rocha, fundador da empresa, a

Guararapes Confeções foi a segunda organização que mais gerou valor aos seus acionistas frente às 6 companhias analisadas. É importante sinalizar que a Guararapes adotou uma estratégia de expansão horizontal, integrando a confecção e as atividades de varejo, maximizando o valor dos seus negócios. Analisando o modelo de remuneração da diretoria-estatutária e da média de conselheiros no conselho de administração, não foi possível estabelecer uma relação diretamente proporcional entre tamanho, composição do conselho e remuneração da diretoria-estatutária com alta geração de valor, tendo em vista os baixos indicadores vistos. Assumindo uma das razões fundamentais para o despertar da governança corporativa, mencionadas por Andrade e Rossetti (2009), não foi possível verificar a separação entre a propriedade e gestão dos negócios, tendo em vista que os acionistas majoritários fazem parte do conselho de administração e da diretoria-estatutária da organização. O segmento de listagem Tradicional permite uma ligação maior entre os órgãos colegiados sob a perspectiva de acumulação da ocupação de cargos.

Por fim, a Grazziotin S.A foi a empresa que, com exceção da média de conselheiros por exercício, apresentou os menores montantes em todos os outros critérios avaliados. Em relação à geração de valor, é importante ponderar a dimensão da empresa frente às concorrentes que foram estudadas. Diferente de todas elas, com atuação nacional e até mesmo internacional, a Grazziotin S.A tem presença apenas na região sul do Brasil. Além do espaço de atuação menor, o segmento de listagem em que a organização está inserida permite uma adesão menor às práticas de governança corporativa.

Com base na média do valor da empresa e médias dos demais quesitos analisados, não foi possível estabelecer uma relação direta entre a adoção das melhores práticas de governança corporativa e a geração de valor das empresas. Isso não foi possível devido ao fato de que temos ao menos dois grandes extremos: a Lojas Renner S.A, empresa que adota as melhores práticas de governança, compondo seu conselho de administração com mais de 50% de conselheiros independentes, remunerando os seus conselheiros e diretores-estatutários com foco no curto, médio e longo prazo e sendo a primeira empresa do segmento a estar listada no Novo Mercado, tendo um valor de mercado quase 3 vezes superior a segunda colocada no ranking. E, por outro lado, a Grazziotin S.A apresentou os indicadores financeiros mais baixos, com menor adesão às práticas de governança corporativa. Mais uma vez, é

importante mencionar a diferença de porte da organização frente às demais companhias avaliadas.

Em meio aos grandes extremos, temos empresas que mesclaram práticas e indicadores que não permitiram efetuar conclusões mais profundas, tendo em vista as oscilações na geração de valor e os mesmos segmentos de listagem adotados pela Arezzo&Co, Marisa Lojas S.A e Restoque S.A. Dentre essas empresas do Novo Mercado, a prática de governança corporativa que esteve mais relacionada com a geração de valor foi o tamanho e a composição do conselho de administração, pois a Arezzo&Co apresentou a maior média de conselheiros entre todas as empresas avaliadas e a terceira maior média de valor da empresa, estando atrás da Lojas Renner S.A e Guararapes Confecções S.A.

Diferente do modelo proposto por Shleifer e Vishny (1986, p.465), a empresa que mais gerou valor aos seus acionistas no setor de atuação analisado foi aquela que tem a posição acionária mais pulverizada, não confirmando que a presença de grandes investidores contribui para o desenvolvimento da gerência. Por outro lado, embora não existam estudos que comprovem com precisão o papel do conselho de administração no desempenho da empresa, com exceção da Guararapes Confecções S.A, as empresas que apresentaram as maiores médias de tamanho do conselho de administração e listadas no Novo Mercado, apresentaram médias de valores superiores às demais. Por adotarem o Novo Mercado como segmento de listagem, obrigatoriamente essas organizações devem ter ao menos 20% de conselheiros independentes, sendo que em termos práticos, mais da metade dos conselhos de administração da Lojas Renner S.A e da Arezzo&Co são formados por conselheiros independentes. A adoção a um segmento de listagem, com a adesão a demais práticas de governança corporativa, não representou vantagem competitiva no segmento analisado e no período determinado.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo verificar de que maneira a adoção das práticas de governança corporativa interferiram no desempenho financeiro e na geração de valor para os acionistas nas empresas analisadas. Entretanto, os índices médios não geraram um resultado conclusivo de acordo com a expectativa para este segmento, em um período definido de onze exercícios contábeis. Esperava-se que as empresas listadas no Novo Mercado, com mais conselheiros independentes, com maiores montantes de remuneração e com o capital mais pulverizado gerassem mais valor do que as demais. Entretanto, com exceção da Lojas Renner S.A, empresa que cumpriu com todas as expectativas do estudo, as demais organizações não estabeleceram relações médias diretas entre estes fatores. Diante de ambientes de negócio complexos e extremamente competitivos, vários outros fatores podem ter contribuído para as variações de desempenho financeiro. No período de análise, houve pelo menos duas grandes crises macroeconômicas que, segundo a administração das empresas, afetaram o seu desempenho e a geração de valor, pois os preços das ações sofreram diversas oscilações em 2008, com quedas relevantes. A partir de 2014, devido às altas taxas de desemprego e por consequência a queda do poder de compra dos consumidores, as receitas das companhias em geral caíram, afetando todos os outros indicadores financeiros.

Tendo como base a metodologia de avaliação das médias de desempenho e demais práticas de governança corporativa, a principal limitação do estudo se dá na ausência de um método estatístico que pudesse validar de forma precisa o papel das melhores práticas de governança corporativa na geração de valor aos acionistas. Inicialmente, a proposta era adotar um modelo de regressão múltipla do tipo seção transversal, que quantificaria as relações estabelecidas. Entretanto, o baixo número de empresas listadas no segmento específico não geraria um coeficiente adequado para análise. Apesar desta limitação, algumas lições importantes provêm da pesquisa, uma delas está atrelada à pulverização do capital. Mesmo que grande parte das empresas tenham estivessem listadas no segmento mais avançado de listagem, aderindo às melhores práticas de governança corporativa, a posição acionária, concentrada em poucos acionistas, muitas vezes membros da família fundadora, não gerou os impactos mais positivos na geração de valor dos negócios como um todo,

rejeitando a hipótese de que a presença de grandes investidores contribuem para a geração de valor dos negócios e controlam melhor a gerência, por meio da disponibilidade de informações e políticas de gestão, conforme cita Shleifer e Vishny (1986, p.465). Por outro lado, há uma relação importante entre o estudo de Dalton e Daily (2000) e os resultados encontrados, visto que o tamanho do conselho de administração foi a variável mais próxima da relação entre as práticas de governança corporativa e geração de valor, afirmando que conselhos de administrações maiores interferem positivamente no desempenho da empresa, visto a possibilidade maior de suporte ao diretor-presidente, a gama de experiências ampliadas e os diferentes papéis que podem ser assumidos pelos conselheiros.

Embora não se tenha uma evidência totalmente concreta do impacto das melhores práticas de governança corporativa nas empresas listadas no setor de consumo cíclico de comércio de tecidos, vestuário e calçados, o estudo foi importante para analisar este setor em específico, visto a forte concorrência no segmento e as perspectivas de geração de valor ao longo dos próximos anos. Conforme abordam, (Andrade e Rossetti, 2009), a governança corporativa por si só não gera valor aos negócios, a geração de valor ocorre quando os negócios são atrativos e bem gerenciados. É possível afirmar que, dadas as regras e as necessidades de transparência do mercado brasileiro, as práticas de governança corporativa contribuem para o desenvolvimento gerencial, independente do segmento de listagem na B3 que a empresa adote, assumindo uma amostra de empresas com o capital aberto. Além disso, o estudo é pioneiro na análise deste setor de atuação específico, com o período de onze exercícios contábeis e comparando variáveis da adoção de práticas de governança corporativa que podem ser geridas pelas empresas de forma mais aberta, tais como a remuneração do conselho de administração e diretoria-estatutária, além do número máximo de conselheiros que formam o conselho de administração, visto que ambos os critérios podem ser definidas pelos estatutos das organizações.

Para estudos futuros, diversos cruzamentos de análise podem ser feitos. É possível estabelecer comparativos entre os resultados encontrados neste estudo com resultados de outros setores do comércio, verificando as principais semelhanças e diferenças ou analisando o segmento de varejo como um todo, visto as correspondências de desafios do segmento e o porte das organizações. Ainda,

recomenda-se fazer comparativos entre pesquisas no setor de comércio e demais setores da economia, como segmentos de bens industriais e financeiros.

Ainda na linha de estudos futuros, o desenvolvimento do trabalho teve como pressuposto que o aumento das práticas de governança corporativa aumentaria o valor das organizações. Porém, vale avaliar a relação de endogeneidade entre as variáveis citadas, entendendo de que maneira a geração de valor contribui para o aumento da adoção de boas práticas de governança corporativa.

## 6 REFERÊNCIAS

\_\_\_\_\_. **Ações.** Disponível em: <  
[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)> . Acesso em 18 set. 2017.

ANDRADE, A; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Empresas listadas.** Disponível em: <  
[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em 18 set. 2017.

DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** Dissertação de Mestrado (Graduação em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 4ª edição, São Paulo: IBGC, 2009.

JENSEN M. e MECKLING, W. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure.** In: **Journal os Financial Economics.** 1976. p. 305-360.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D & LAMB. **Administração Financeira.** 10ª edição, São Paulo: AMGH, 2015.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D & LAMB. **Fundamentos da Administração Financeira.** 9ª edição, São Paulo: AMGH, 2013.

SILVA, André Luiz Carvalhal. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2006.

SOUZA, Daniel da Silva. **Novos Mercados da Bovespa de Governança Corporativa: Um estudo sobre rentabilidade e valorização.** Trabalho de Conclusão (Graduação em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.