



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS  
MESTRADO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA EM NEGÓCIOS**

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL:  
UMA ANÁLISE COMPARATIVA DO IGC E DO IBOVESPA NO  
PERÍODO 2002-2005**

**BENJAMIM DE SOUZA SIQUEIRA**

Sob a orientação do Professor  
**Cezar Augusto Miranda Guedes**

Dissertação submetida como requisito parcial para  
a obtenção do grau de **Mestre** em Administração,  
Área de concentração em Gestão e Estratégia em  
Negócios.

**Seropédica, RJ**  
Fevereiro de 2006.

## SUMÁRIO

<b>Lista de figuras.....</b>	<b>4</b>
<b>Lista de quadros.....</b>	<b>5</b>
<b>Lista de tabelas.....</b>	<b>6</b>
<b>Lista de gráficos.....</b>	<b>7</b>
<b>Resumo.....</b>	<b>8</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>9</b>
<b>1- Introdução .....</b>	<b>10</b>
<b>1.1 Problema... ..</b>	<b>10</b>
<b>1.2 Objetivos da Pesquisa .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2.1 Objetivo principal.....</b>	<b>11</b>
<b>1.2.2 Objetivo intermediário.....</b>	<b>11</b>
<b>1.3 Relevância do Estudo .....</b>	<b>11</b>
<b>1.4 Delimitação da Pesquisa .....</b>	<b>12</b>
<b>2- Revisão da Literatura.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 Governança Corporativa.....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.1 Governança Crporativa no Brasil.....</b>	<b>18</b>
<b>2.1.2 Governança Corporativa: Brasil x EUA.....</b>	<b>20</b>
<b>2.2 IBGC: Práticas de governança corporativa.....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 Mercado de Capitais: Desafio, Dificuldades e Desenvolvimento.....</b>	<b>29</b>
<b>2.3.1 Considerações Iniciais.....</b>	<b>29</b>
<b>2.3.2 CVM e Governança Corporativa.....</b>	<b>33</b>
<b>2.3.3 BOVESPA e Governança Corporativa.....</b>	<b>36</b>

2.4	Governança Corporativa: Evidências Empíricas.....	41
3-	Material e Métodos.....	44
3.1	Tipo de Pesquisa .....	44
3.2	Universo da Pesquisa.....	44
3.2.1	IBOVESPA: o indicador do mercado acionário brasileiro.....	44
3.2.2	IGC: o indicador da Governança Corporativa.....	45
3.2.3	Risco Brasil.....	46
3.2.4	Taxa Selic.....	47
3.2.5.	Mercado de câmbio: o dólar norte-americano.....	48
3.3	Tratamento dos dados.....	49
3.3.1	Análise de regressão linear.....	50
3.3.2	Análise de observações emparelhadas.....	50
3.3.3	Análise de correlação.....	51
3.3.4	Análise do coeficiente beta( $\beta$ ) entre o IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Câmbio e Risco- país.....	52
4-	Resultados.....	54
4.1	Comparativo entre o IGC x IBOVESPA.....	54
4.2	Análise de correlação: IGC, IBOVESPA, Risco-país, Taxa Selic e Câmbio.....	59
4.3	Análise do coeficiente beta( $\beta$ ): IGC, IBOVESPA, Risco-Brasil, Dólar Norte-americano e taxa SELIC.....	61
5-	Conclusão.....	63
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66
	ANEXOS.....	73

## LISTAS DE FIGURAS

Figura 1	As Relações da Governança Corporativa .....	15
Figura 2	A Governança Corporativa e o Conselho de Administração.....	15
Figura 3	Demonstração da valorização acionária das empresas que adotam boas práticas.....	17
Figura 4	Estrutura e Dinâmica de Funcionamento do Código Brasileiro.....	28
Figura 5	Círculo Virtuoso da Governança Corporativa na Economia.....	33

## LISTAS DE QUADROS

Quadro 1	Demonstração da Disposição dos Acionistas Entrevistados em pagar prêmio por boas práticas de Governança.....	21
Quadro 2	Comparação entre os Sistemas de Governança Brasileiro e Americano.....	24
Quadro 3	Comparativo das Exigências nos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado.....	39
Quadro 4	Algumas Ofertas Públicas da Bovespa – 2004/2005.....	40

## LISTAS DE TABELAS

Tabela 1	Varição acumulada dos índices (IGC e Ibovespa) no período 2002-2005.....	54
Tabela 2	Estatística descritiva – IGC x Ibovespa.....	55
Tabela 3	Análise de regressão – IGC x Ibovespa.....	56
Tabela 4	Interferência angular para IGC/Ibovespa.....	57
Tabela 5	Intervalo de confiança para IGC/Ibovespa.....	57
Tabela 6	Matriz de correlação – IGC, Ibovespa, Risco, Taxa Selic e Câmbio	59
Tabela 7	Matriz do coeficiente $\beta$ de risco do IGC e Ibovespa.....	61

## LISTAS DE GRAFICOS

Gráfico 1	Fechamentos diários, convertidos na base 100, do IGC e Ibovespa.....	56
Gráfico 2	Fechamentos diários, convertidos na base 100, do IGC, Ibovespa e Risco Brasil.....	60
Gráfico 3	Fechamentos diários, convertidos na base 100, do IGC, Ibovespa e Dólar.....	60
Gráfico 4	Fechamentos diários, convertidos na base 100, do IGC, Ibovespa e taxa SELIC.....	61

## RESUMO

**Siqueira, Benjamim de Souza. O Impacto da Governança Corporativa no Brasil: Uma análise comparativa do IGC e Ibovespa no período de 2002-2005.** Seropédica: UFRRJ. 62 p. (Dissertação, Mestrado em Administração, Estratégia e Gestão de Negócios)

Este trabalho foi realizado tendo como objetivo analisar os impactos da adoção da governança corporativa no Brasil no período de 2002-2005 através da análise dos fechamentos diário do IGC em relação ao Ibovespa e a influência dos fatores macroeconômicos (Risco - Brasil, taxa Selic e dólar norte-americano). Na análise do impacto da governança utilizou-se os fechamentos diário do IGC, Ibovespa, Risco - Brasil, Taxa Selic e Dólar norte-americano no período de 02/01/2002 a 30/06/2005 e os estudos estatísticos da regressão linear, correlação e determinação do coeficiente  $\beta$  de risco. Na conclusão, evidenciou-se que a governança corporativa é um importante passo para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, pois é fundamental a criação de uma ambiente institucional favorável os investimentos em ações, entretanto o Brasil ainda precisa melhorar os seus fundamentos macroeconômicos para criar um ambiente propício ao desenvolvimento sustentável.

Palavras-chaves: Transparência, acionistas minoritários, equidade.



## **ABSTRACT:**

**Siqueira, Benjamim de Souza. The Impact of the Corporative Governance in Brazil: A comparative analysis of the IGC and Ibovespa in the period of 2002-2005.** Seropédica: UFRRJ. 62 p. (Dissertação, Mestrado em Administração, Estratégia e Gestão de Negócios)

This work was carried through has as objective to analyze the good impacts of the adoption of corporative governance in Brazil in the period of 2002-2005 through the analysis of the closings daily of the IGC in relation to the Ibovespa and influence of the macroeconomic factors (Risk - Brazil, Selic tax and North American dollar). In the analysis of the impact of the governance one used the closings daily of the IGC, Ibovespa, Risk - Brazil, Tax Selic and North American Dollar in the period of 02/01/2002 the 30/06/2005 and statistical studies of the linear regression, correlation and determination of the risk coefficient. In the conclusion, it was proven that the corporative governance is an important step for the development of the stock market in Brazil, therefore to create one favorable environment the investments in shares, but Brazil still needs to improve its macroeconomic beddings to create an environment propitiates to the sustainable development.

Key-words: Transparency, minority stockholders, equity.

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Problema

Com a globalização, os investidores internacionais passaram a buscar oportunidade de investimentos nos países emergentes. Esse capital procura novos campos para produzir “valor” para os seus proprietários e isto tem influenciado uma mudança estrutural em todas as partes do mundo. Criar um ambiente favorável a recepção desses investimentos passou a ser um diferencial para atrair esses investidores.

No Brasil, houve um aumento expressivo do fluxo de capitais e este fato impôs alterações na legislação vigente para manter o mercado atrativo aos investidores estrangeiros, pois estes exigem maior transparência na regulação do mercado como nas empresas, procedimentos administrativos que garanta aos minoritários direitos básicos e regras claras para o acesso e saída dos acionistas.

Na segunda metade da década de 1990, as crises mundiais (Asiática, Russa e Brasileira) obrigaram o Brasil adotar “remédios” que impactam negativamente junto ao mercado acionário e estes foram:

- Equilíbrio fiscal e manutenção do superávit fiscal – Instituição do CPMF que onera as transações realizadas na bolsa de valores;
- Controle inflacionário – Alta na taxa de juros, esta política torna os títulos de renda fixa mais atrativa que as ações; (CARVALHO, 2002)

Além dos problemas macroeconômicos, a legislação e regulamentação brasileira devem cuidar da falta de proteção aos acionistas minoritários e a ineficiência do sistema judiciário. Somente com a solução desses problemas, o Brasil poderá promover um crescimento equilibrado e sustentado do mercado de ações.

Com os escândalos da ENRON, WORLD COM e PARMALAT ressaltaram a importância das “boas práticas” com ênfase na transparência, ética e prestação de contas.

A Governança Corporativa se apresenta como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos (acionistas, fornecedores, gestores, clientes, funcionário e outros) com a empresa. As “boas práticas” se relacionam com a minimização da assimetria de informação entre a empresa e os acionistas, credores, fornecedores e funcionários. Com o aumento da transparência proposta pela governança, a empresa deverá reduzir os custos de capitais em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estarão dispostos a investir. (IBGC, 2005)

Em dezembro de 2000, a BOVESPA (Bolsa de valores de São Paulo) implantou os níveis I e II de Governança Corporativa e o Novo Mercado, com o objetivo de fortalecer os mercados acionários, buscando proteger o acionista minoritário e agilizar os litígios que envolvem o acionista e a empresa.

O Novo Mercado e os Níveis Diferenciados do Governança Corporativa são definidos: “...segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa e *disclosure* (transparência e qualidade na prestação de contas) adicionais em relação ao que é exigido pela legislação”. (BOVESPA, 2005).

Segundo a BOVESPA (2005), o fato das empresas entrarem para as listagens de níveis diferenciados de Governança Corporativa ou para o Novo Mercado trazem benefícios a si mesmas, aos investidores, ao mercado acionário e ao Brasil. Essas

empresas melhoram a sua imagem institucional, aumentam a demanda por suas ações, valorizando-as, e reduzem os seus custos de capital.

Em 2001, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas foi um ponto fundamental para que o mercado de capitais desenvolvesse as políticas de “boas práticas”. Esta foi a inspiração para a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) desenvolver uma cartilha com o objetivo de orientar as questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

Em julho de 2001, a BOVESPA começou a divulgar o IGC – Índice de ações – com Governança Corporativa diferenciada, cujo objetivo é medir o desempenho de carteiras compostas por ações de empresas que estão listadas nos Níveis Diferenciados ou no Novo Mercado (BOVESPA, 2005).

Em outubro de 2001, foi promulgada a Lei 10.303 cujo objetivo era tornar o mercado de capitais acessível ao pequeno investidor e assim diminuir a concentração acionária. Esta lei buscava alterações legais que proporcionavam aos acionistas minoritários uma redução de riscos de investimentos e uma efetiva participação no controle da companhia. As mudanças implementadas por esta lei associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores (BOVESPA, CVM, BACEN) representam um marco fundamental no avanço da governança no Brasil e no mercado de capitais.

O objetivo dessa dissertação é investigar o impacto da governança corporativa no Brasil, através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002-2005.

## **1.2 Objetivos da pesquisa**

### **1.2.1. Objetivo principal**

Esta dissertação tem como objetivo principal investigar os possíveis impactos da governança corporativa sobre o mercado acionário brasileiro, buscando:

- Verificar os retornos positivos, a criação de valor, a influência dos fatores macroeconômicos e a redução dos riscos das ações listadas nos níveis diferenciados e no Novo Mercado através do IGC (Índice de Governança Corporativa) em relação ao IBOVESPA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo).

### **1.2.2. Objetivos específicos**

- Detectar a influência dos fatores macroeconômicos (câmbio, risco-país e taxas de juros) no desempenho dos indicadores da bolsa de valores e se a adoção das boas práticas pode neutralizar a influência desses indicadores.
- Mostrar a importância dessas práticas para o desenvolvimento do mercado acionário no Brasil.
- Identificar os fatores que estão levando as empresas a adotar as boas práticas de Governança Corporativa.
- Evidenciar a experiência de empresas que já estão adotando as boas práticas;
- Identificar os fatores macroeconômicos que impedem a adoção das boas práticas.

### 1.3 Relevância do estudo

Vieira & Corrêa (2002) afirmam que a forma básica de alavancar recursos antes da década de 1990 no Brasil: “Se deu essencialmente via crédito, sendo que o mercado de capitais brasileiro, nunca foi lócus central do arranjo financeiro”. As inovações financeiras que surgiram nas décadas de 1980 e 1990 flexibilizaram o mercado, possibilitando a alavancagem de recursos via os lançamentos de títulos de dívida. A mudança legal das regras do mercado de capitais no Brasil criou novas modalidades de captação de recursos em bolsa de valores: *commercial papers* e BDR’s (*Brazilian Depositary Receipts*). Além de negociar esses papéis no país, as empresas também lançaram as ADR’s (*American Depositary Receipts*) no mercado internacional, principalmente na bolsa de Nova York.

Estes fatos obrigaram o Brasil adequar legislação vigente às boas práticas. Os investidores estrangeiros exigem maior transparência, normas administrativas que permitam aos minoritários direitos básicos e regras de entrada e saída de acionistas mais claras. Mudar é uma necessidade, pois as oportunidades de investimentos são imensas.

Ao captar recursos, as empresas precisam divulgar informações cada vez mais esclarecedoras para seus acionistas. Os acionistas querem seus direitos assegurados e ampliados. O investidor torna-se mais participativo do controle da empresa e a figura clássica do “ dono da empresa” está definitivamente fora da realidade atual.

Segundo Lethibridge (1997), a separação entre a propriedade e a gestão provoca um conflito de agência entre os acionistas e administradores. A adoção das “boas práticas” diminui a capacidade dos acionistas afetarem as políticas corporativas definidas pelos gestores e assim os executivos adquirem mais poder do que os proprietários.

O ingresso da capital estrangeiro no mercado acionário brasileiro, busca empresas que estiverem adotando as boas práticas do Governança Corporativa. Para as empresas que estão captando recursos externos, o investidor exige um comportamento totalmente transparente nas informações prestadas pela empresa. O aprimoramento do aparato legal da governança corporativa tem importância fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Neste período, teve importantes alterações na Lei das S/A, a instituição dos níveis (I, II e Novo Mercado) de mercado pela Bovespa e a nova lei de falências. Além disso, deve aproximar o nosso sistema de governança do modelo anglo-saxão.

Silveira (2002) cita que a estrutura de governança Anglo-saxão tem como princípio fundamental a proteção aos acionistas minoritários, tem como âncora de apoio a atuação de investidores institucionais, principalmente através de fundos de pensão.

### 1.4 Delimitação do estudo

O estudo procura identificar todas as medidas adotadas para a evolução das boas práticas de Governança Corporativa no país. Na revisão teórica, está empregando uma estrutura de investigação explicativa.

Em adição ao atendimento do objetivo proposto, o estudo fica restrito a buscar a valorização acionária das empresas que adotam Governança Corporativa através do IGC e a sua comparação com o IBOVESPA que representa todo o mercado.

Como o Brasil é um país emergente e com uma alta vulnerabilidade externa, verificaremos significância dos indicadores: Risco Brasil, Dólar e Taxa Selic no

desenvolvimento do mercado acionário e na adoção das boas práticas de Governança Corporativa.

Com relação às ações, a amostra analisada é composta por todas as companhias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo que compõe os índices do IGC e IBOVESPA. Na composição do IGC têm-se as companhias que optaram voluntariamente pelos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado. Na composição do IBOVESPA é composta por empresas que apresentaram um índice de liquidez anual maior que 0,001% do índice da empresa como a maior liquidez do respectivo ano. Isto significa uma empresa com liquidez significativa.

Com relação ao período, define-se a amostra dos índices do IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Cotação do dólar norte-americano e Risco - Brasil para o período de 02/01/2002 a 30/06/2005. Portanto, no total foram coletados dados para 5 indicadores com um total de 870 observações para cada índice, com o objetivo de checar a persistência dos dados e influências entre os mesmos.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1. Governança corporativa

A expressão governança corporativa deriva do termo inglês *corporate governance*. A OCDE(2003) – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – define governança corporativa como o conjunto de relações entre a administração da empresa, seu conselho de administração, acionistas e outras partes interessadas. É ela que estabelece, também, a estrutura que determina os objetivos da empresa, como atingi-los, sua fiscalização e desempenho. Refere-se aos meios internos que são utilizados na operação e controle das corporações. A OCDE propõe um conjunto de princípios de boas práticas e afirma não existir um modelo de governança. Mas as pesquisas realizadas nos países-membros da organização tem identificado vários elementos comuns que permeiam uma boa governança corporativa.

A governança corporativa ainda é um tema novo no mercado brasileiro e pode ser definida como a distribuição do poder nas organizações. Os controladores estabelecem meios para monitorar e controlar as práticas de gestão, fiscalizando e fazendo com que os administradores ajam de acordo com os seus interesses. Com as boas práticas, os acionistas controladores aceitam terem sócios “de fato” e não somente portadores de títulos de suas companhias.

Silffert (1998) entende que a governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou a corporação de tal modo que os administradores tomem as decisões sobre a alocação de recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

Nelson (1999) define a governança corporativa como um conjunto de ações dos administradores e acionistas com o intuito de negociar e determinar como o valor da firma será distribuído. Na mesma linha, Gilson (2000) entende que o sistema de governança especifica os termos de um contrato de acionistas. Aos gestores é dada autonomia para gerir os negócios da empresa, o que não significa que eles possam favorecer a si próprio no seu relacionamento com a empresa. Os acionistas recebem o lucro residual resultante das operações da companhia e isso lhes confere incentivo para monitorar a performance dos administradores.

Lodi (2000) define governança corporativa como:

“... o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).”

Na Figura 1, observa-se que a governança corporativa separa a propriedade da gestão. A divisão se fundamenta no conselho de administração, que é o elo entre a gestão e a propriedade. O conselho de administração tem postura ativa e independente e suas decisões refletem o interesse de todos e não apenas do acionista controlador.

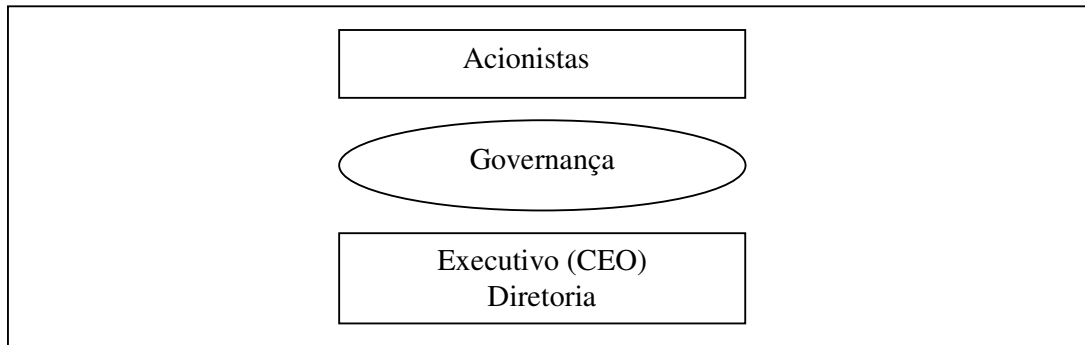


FIGURA 1 - AS RELAÇÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA  
 Fonte: Lodi (2000)

Na Figura 2, observa-se todos os relacionamento entre o conselho de administração, acionistas, *stakeholders*, conselho fiscal, auditoria independente e a gestão administrativa.

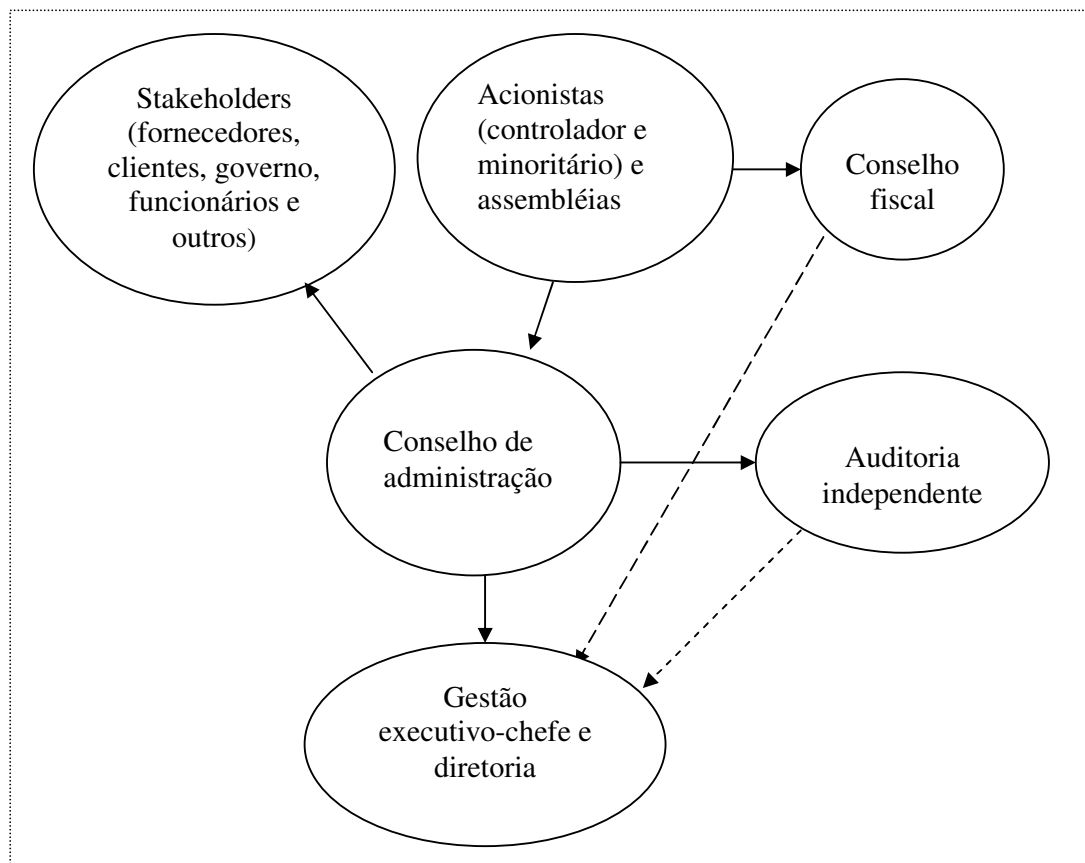


FIGURA 2 – A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
 Fonte: Lodi (2000)

Segundo a CVM-Comissão de Valores Mobiliários-(2005), a governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. O mercado de capitais analisa as

práticas de governança corporativa através dos seguintes aspectos: transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Na visão do IBGC (2004), a governança corporativa é definida como o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo o relacionamento entre os Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas aumentam o valor da sociedade, facilita o seu acesso ao capital e contribui para a sua peneridade.

Andrade e Rossetti (2004) definem a governança corporativa como um conjunto de valores, princípios, propósitos, papéis, regras e processos que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das empresas.

Segundo Hawley e Williams (1996) desenvolveram uma pesquisa que abrangeu o contexto norte-americano e eles identificaram quatro modelos de governança corporativa:

- Modelo financeiro: a governança constitui a busca de alinhamento dos interesses dos proprietários e dos administradores ou de acionistas majoritários e minoritários, com o intuito de minimizar o conflito de agência entre as partes. O elo entre o modelo e a economia institucional é realizado por meio de contrato entre o proprietário e os gestores.
- Modelo dos públicos relevantes ou *stakeholders*: a governança constitui a busca pela maximização da riqueza tangível e intangível criada para um conjunto de públicos relevantes (acionistas, funcionários, fornecedores e outros) sem os quais a companhia não pode sobreviver. Todas as decisões são tomadas com base em princípios éticos e morais.
- Modelo político: a governança constitui a realocação de poder entre os proprietários, administradores e outros agentes e a adequação da estratégia organizacional, em função dos movimentos do ambiente institucional externo.
- Modelo de procuradoria: a governança constitui a atuação competente de conselheiros e administradores, na busca da rentabilidade e do sucesso da organização. Prioriza o foco nos interesses dos proprietários, mas os gestores são vistos como seus procuradores.

A partir dessas definições, Lodi (2000) sintetiza a governança corporativa como o sistema que garante aos acionistas o controle estratégico da empresa e o efetivo acompanhamento das ações dos gestores da companhia, regulando as relações entre os acionistas, o conselho de administração, o conselho fiscal e os altos executivos, de forma a alinhar os objetivos de todas as partes.

Segundo Mahoney (2002), há a concordância de que a governança corporativa precisa criar um senso de justiça, com princípios e padrões praticados por todas as empresas abertas. Isso assegura consistência às mais importantes das diversas atividades envolvidas na condução de uma empresa, como a responsabilidade dos executivos, o papel e a composição do conselho de administração, as práticas financeiras e contábeis, os direitos dos investidores, a justa contratação e tratamento dados aos empregados, o adequado fluxo de informações, os padrões de atendimento das normas ambientais e de segurança e o comportamento ético e moral.

Por apresentarem maior segurança para todos os públicos de interesse, as empresas com boas práticas de governança corporativa têm mais facilidade de vender os seus títulos, de diminuir o custo de captação de recursos e de valorizar seus produtos, aumentando, portanto, seu valor de mercado.



Na figura 3, observa-se que o ajuste (aumento) no preço da ação é obtido através de prêmios obtidos pela qualidade e confiabilidade da informação (confiança dos investidores) e pelo tratamento igualitário entre os acionistas.

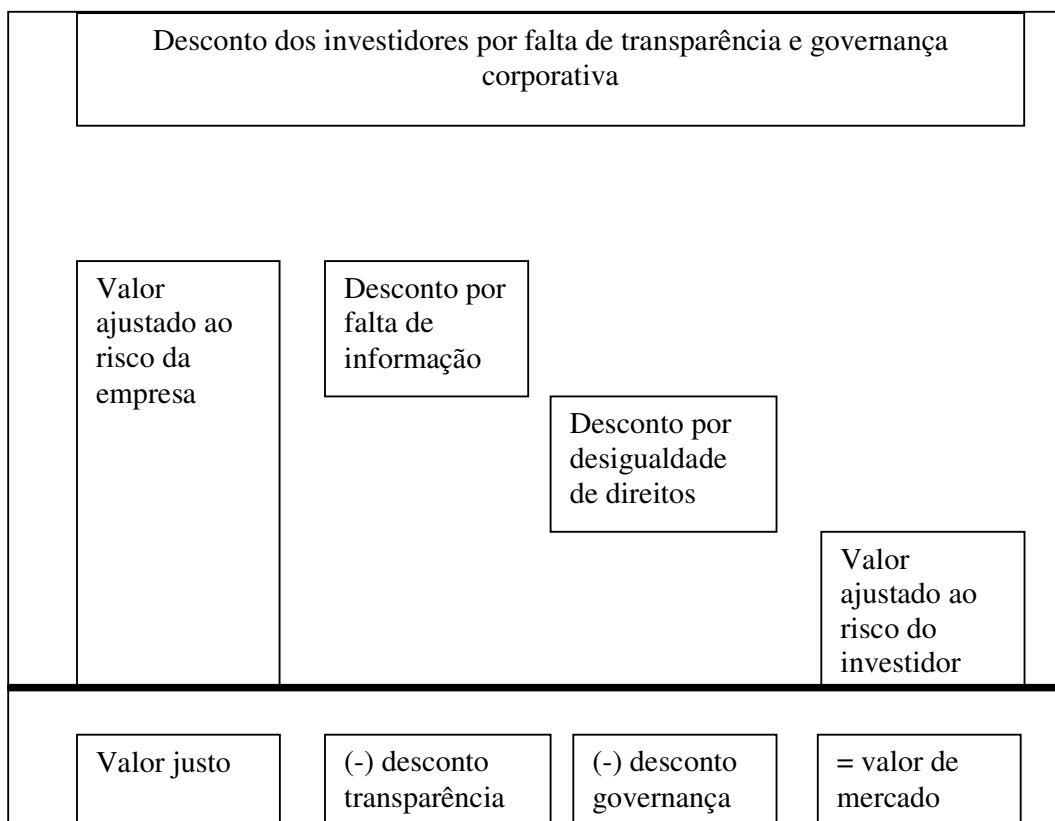


FIGURA 3 – DEMONSTRAÇÃO DA VALORIZAÇÃO ACIONÁRIA DAS EMPRESAS QUE ADOTAM BOAS PRÁTICAS

Fonte: Maluf (2000)

Segundo Maluf (2000), a maioria das empresas brasileiras não consegue uma precificação adequada por falta de transparência e de garantias aos investidores. Buscando minimizar esse problema, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) criou os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado, com o objetivo de garantir um ambiente mais confiável para a negociação de ações através de melhores práticas de governança corporativa e de transparência.

Andrade e Rossetti (2004) afirmam a boa governança cria um clima saudável ao investimento em ações e enfatizam que:

“... Um bom sistema de governança ajuda a fortalecer as empresas, reforça as competências para enfrentar novos níveis de complexidade, amplia as bases estratégicas de criação de valor, é fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.”

Historicamente, o recente desenvolvimento industrial brasileiro apoiou-se em oligopólios estatais, empresas familiares ou de controle acionário concentrado.

Atualmente, O Brasil vive uma transição nas estruturas empresariais e caminha para um modelo marcado por participação de investidores institucionais (fundo de pensão), pulverização do controle acionário e foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

A mudança da cultura empresarial e as necessidades de recursos para investimentos são elementos fundamentais para a implementação das práticas de governança corporativa. A evolução deste processo depende essencialmente do desenvolvimento sustentável de nossa economia, como a criação de um forte mercado de capitais.

### **2.1.1. Governança corporativa no Brasil**

O Brasil é um país com tradição de empresas familiares, fundadas geralmente por pessoas empreendedoras, que em alguns casos transformam pequenos negócios em grandes conglomerados. Um traço comum a boa parte dessas organizações é que, quando seu fundador morre ou se aposenta, as organizações costumam passar por dificuldades ou até mesmo encerram suas atividades, em função da inexistência de uma gestão profissional que não se ressinta tanto da ausência do antigo líder. Gudis (2004) faz a seguinte reflexão:

“... Na empresa familiar, o conhecido modelo tridimensional ‘família x empresa x propriedade’ envolvendo a características próprias da sobreposição de papéis a serem desempenhadas pelas partes, na medida em que começam a se suceder os processos de ‘passagem de bastão’ no comando da administração dos negócios, assim como a pulverização da base acionária, os conflitos de interesse tendem a se intensificar.”

Gudis (2004) afirma que por causa da estrutura familiar e estatal, os controladores possuem uma participação maior no capital votante do que o necessário para controlar a empresa. A concentração de autoridade minimiza o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os administradores, mas pode aumentar os conflitos entre os controladores e os acionistas minoritários.

La Porta et al.(1998) realizaram uma pesquisa que analisou a amostra de 49 países, entre eles o Brasil, e concluiu que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Observou-se que nos países onde há uma melhor proteção legal tendem a apresentar uma maior dispersão da propriedade das empresas. Em outro estudo, comprovou-se que os países que possuem ineficientes mecanismos de proteção legal aos acionistas possuem um grande número de empresas sob controle familiar e estatal. (LA PORTA et al., 1999)

De Paula (2003) define o conflito de interesses denominado expropriação como o excessivo poder dos acionistas majoritários nas companhias. Esse conflito ocorre em razão da fraca legislação de proteção aos minoritários e da concentrada estrutura patrimonial.

O conflito de interesses é um dos temas centrais da governança corporativa. Estudos realizados por La Porta et al. (1998), Saito (2001) e Procianny (1996) mostram a possibilidade da expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, principalmente em ambientes legais que proporcionam um menor grau de proteção aos mesmos. No Brasil, a legislação possibilita a emissão de ações com direitos diferenciados em relação ao voto. Segundo Procianny (2001), este fato possibilita a captação de recursos através da emissão de ações sem a correspondente diluição do poder de voto na empresa o que tem sido explorado pelo mercado.

Em relação a proteção dos acionistas minoritários, La Porta et al. (1998) encontram relações entre o nível de proteção proporcionado pelo sistema legal e medidas de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, verificando então que tanto a regulamentação legal quanto a capacidade de se fazer cumprir a legislação são essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Brandão e Bernardes (2004) apresentaram os resultados de uma pesquisa que investigou, sob a perspectiva de 24 entrevistados, egressos do ambiente corporativo e do mercado de capitais brasileiro, os principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas das empresas com ações negociadas na Bovespa. Em suas conclusões apresentaram uma proposta de representação de projeto organizacional que contempla a governança corporativa nos seguintes pontos:

- Constatação que as boas práticas são uma questão de coordenação econômica.
- A importância das regras do jogo (formais e informais).
- O Abrandamento do conflito de agência entre todos os agentes da governanta.
- Adoção de políticas de governança que sejam explícitas, práticas e esparsas com o intuito de reduzir os conflitos e melhorar a percepção dos investidores.

Na visão dos investidores externos, o mercado de capitais brasileiro apresenta as seguintes deficiências (VIEIRA & CORREA, 2002):

- Baixa *disclosure* (transparência e qualidade na prestação de contas).
- Limitada proteção aos acionistas minoritários.
- Conselho de administração pouco independente.

Em 1995, um importante marco na adoção de boas práticas foi a fundação do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), que criou, em 1999, o primeiro Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2004).

Além do papel do IBGC, cabe ressaltar os seguintes pontos impulsionadores da adoção da boa governança:

- Reforma da Lei 6404/76, que inseriu os padrões de governança na legislação brasileira.
- BOVESPA – criação dos Níveis Diferenciados e do Novo Mercado.
- CVM – criação da cartilha de investimento com foco nas boas práticas.

Na promulgação da nova Lei das S. A. e os esforços da CVM e BOVESPA, no sentido de aumentar a proteção de investidores, criou-se a idéia de que a empresa ao adotar as práticas de governança corporativa objetiva proteger os acionistas minoritários, porém esta é apenas uma das conseqüências, havendo na realidade uma criação de valor.

Além do desenvolvimento de regras e instrumentos, o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente relacionado à adequação do seu sistema legal e ao bom funcionamento do sistema judiciário (*enforcement*). A qualidade do *enforcement* depende de um conjunto de fatores: existência de mecanismos, procedimentos legais, qualidade do judiciário em relação à morosidade, custos processuais, independência da justiça e certeza em relação às sentenças (ausência de ambigüidade), entre outros aspectos.

Lopes-de-Silanes (2003) destaca que o *enforcement* legal depende crucialmente de dois pilares: das características e poder do sistema judiciário e da eficiência das cortes. A efetividade do sistema judiciário está relacionada à sua independência do

poder executivo e ao grau de especificidade, visto que judiciário independente do executivo provavelmente será mais resistente às pressões políticas.

La Porta et al.(1997) verificou que há uma forte evidência que o ambiente legal, descrito como origem legal e a qualidade do *enforcement*, são fatores determinantes para o tamanho e amplitude do mercado de capitais. Berglof e Claessens (2004) afirmam que haverá problemas de governança corporativa em países com *enforcement* fraco que resultará na fragilidade dos mercados financeiros, baixo financiamento externo das empresas, baixo valor das firmas, elevado custos de capital dentre outros pontos.

A preocupação com a implantação de boas práticas de governança e a melhoria dos mecanismos de *enforcement* são fundamentais para os países emergentes como forma de facilitar o acesso ao financiamento externo pelas empresas e possibilitar o desenvolvimento sustentável..

No Brasil foram realizados alguns estudos que buscam verificar a relevância da qualidade do sistema legal e do *enforcement* sobre o sistema de crédito. Segundo Pinheiro (2003) as múltiplas interpretações das leis e as incertezas na resolução dos processos, inerentes ao sistema judicial do Brasil, aumentam a insegurança e o risco na elaboração dos contratos, levando a maiores custos e desestímulos à atividade econômica.

Num outro contexto, Cicogna, Valle & Toneto Jr. (2004) afirma a ineficiência do judiciário brasileiro tem um impacto negativo no volume de crédito concedido as empresas brasileiras, pois, para os agentes financeiros, as garantias reais oferecidas dependem da protindão com que podem apossar-se delas, o que, por sua vez, está ligado à eficiência do judiciário.

### **2.1.2. Governança corporativa: Brasil x EUA**

O aprimoramento do aparato legal da governança corporativa tem importância fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Na constituição do modelo de governança nacional, o Brasil está se aproximando do modelo anglo-saxão.

Andrade e Rosseti (2004) afirmam que três fatores são fundamentais para alavancar crescimento econômico: instituições estimulantes e confiáveis; bons fundamentos macroeconômicos e disponibilidade de recursos competitivos. Pelos menos os dois primeiros fatores são fundamentais para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil.

Apesar de todas as mudanças, em média, os cinco maiores acionistas brasileiros detêm mais do que 85% do capital votante (MONÂCO, 2000). Enquanto nos EUA, os cinco maiores investidores possuem, em média, menos de 10% do capital de uma empresa (KOM/FERRY INTERNACIONAL E MCKINSEY & COMPANY, 2001).

A pesquisa da McKinsey & Company (2000) teve apoio do Banco Mundial e foi concluída em abril de 2000. Neste trabalho objetivou-se traçar um quadro da governança corporativa nos países desenvolvidos e emergentes com o intuito de revelar qual é a avaliação que os acionistas possuem das boas práticas de governança corporativa. Os resultados foram tabulados com 216 respostas de acionistas de todo o mundo.

Com relação a esta pesquisa, pode-se observar os resultados da pesquisa no Quadro 1.

QUADRO 1: DEMONSTRAÇÃO DA DISPOSIÇÃO DOS ACIONISTAS ENTREVISTADOS EM PAGAR PRÊMIO POR BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

País	Acionistas(%) (1)	Prêmio médio(%) (2)
Estados Unidos	84	18,30
Inglaterra	84	17,90
Alemanha	79	20,20
Japão	82	20,20
Brasil	89	22,90
Argentina	82	21,20
México	90	21,50
Coréia	91	24,20
Venezuela	78	27,60
Indonésia	88	27,10
Malásia	88	24,90
Itália	71	22,00

1 – Acionistas que pagariam um prêmio maior para as empresas que praticam um boa governança

2- Valor do prêmio médio que os acionistas estão dispostos a pagar pelas boas práticas

Fonte: McKinsey & Company(2000)

Na pesquisa observou-se que a independência do conselho de Administração foi considerada por 75% dos entrevistados como um fator relevante para o desempenho econômico-financeiro da companhia, sendo que este número cai para 50% para os entrevistados da América Latina. Mais de 80% dos acionistas informaram que pagariam um prêmio maior pelas ações de empresas com boas práticas de governança corporativa. Se as empresas possuem uma similaridade no desempenho econômico-financeiro, o prêmio que os investidores estão dispostos a pagar difere por causa do nível de desenvolvimento do mercado de capitais, enquanto nos EUA, eles estão dispostos a pagar um prêmio de 18,30% na Indonésia, esta valor é de 27,10%. Neste dado observamos que a taxa de prêmio é inversamente proporcional ao nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

Nesta pesquisa, a definição de governança corporativa possui os seguintes detalhes:

- Independência do conselho de administração.
- Avaliação formal das diretrizes da empresa.
- O conselho de administração deve responder as solicitações dos acionistas (*disclosure*).
- O conselho de administração deve apoiar os acionistas de forma significativa.
- Grande parte do pagamento dos conselheiros e diretores devem ser realizada através de um *stock options* (Opção).

No Brasil, por uma questão cultural, ainda existe o controle da empresa nas mãos de poucas pessoas, principalmente de famílias. Vale ressaltar que a privatização das estatais foi realizada com a transferência do poder das companhias do governo para apenas um grupo controlador. A única medida que visava a pulverização acionária foi a concentração de recursos do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) para que os trabalhadores pudessem transferir seu saldo do FGTS para os fundos de ações da Petrobrás e da Vale do Rio Doce. Em contraponto, o sistema de governança corporativa anglo-saxão se baseia numa estrutura de propriedade diluída.

Com relação à privatização das estatais, Mello Jr.(2000) afirma que a reforma dessas empresas pode ser considerada um importante instrumento para a reformulação dos sistemas de governança no Brasil, pois a privatização favorece o setor privado e promove mudanças institucionais e estruturais no mercado levando a uma redefinição das condições concorrenciais. Ao mesmo tempo, a melhoria da governança estimula o desenvolvimento do setor privado, que por sua vez, facilitam o acesso das empresas a novas fontes de financiamento.

Segundo Lethbridge (1997), a separação entre a propriedade e a gestão provoca um conflito de agência entre os acionistas e os administradores. Pois a adoção das “boas práticas” diminui a capacidade dos acionistas afetarem as políticas corporativas definidas pelos gestores e, assim, os executivos adquirem mais poder do que os proprietários. Cabe ao conselho de administração criar mecanismos que controlem a ação dos executivos e os façam administrar a empresa em conformidade com os interesses dos acionistas. Em síntese, a governança corporativa se preocupa em resolver todos os conflitos de interesses que podem ocorrer com os demais agentes, tais como: acionistas minoritários, acionistas majoritários, credores, gerentes, empregados, consumidores, governo e toda a sociedade.

Dois fatores principais motivam as alterações do modelo de governança corporativa no mundo. O primeiro advém da integração econômica, que requer a harmonização de procedimentos entre os países, principalmente na Europa, onde há mercado comum e três diferentes tipos de governança (Inglaterra, Alemanha e Itália). O segundo – e mais importante – decorre da relevância econômica dos investidores institucionais. Esses investidores exigem flexibilidade financeira, desregulamentação dos mercados nacionais, adoção de “boas práticas” e maior proteção aos investidores minoritários.

Segundo Krainer (2000) o modelo norte-americano de governança corporativa obedece ao mesmo mecanismo de uma aquisição hostil. Se a administração não agir de forma a maximizar o valor das ações da empresa este cai e, com a sua queda, investidores externos são atraídos a assumir o controle acionário através do mercado de capitais. Uma vez assumido o controle, os investidores contratam um novo time de administradores que implementarão uma nova estratégia, presumivelmente mais lucrativa.

Glassman (2002) afirma que não mais do que 5% das empresas americanas possuem um acionista com mais de 50% das ações ordinárias. Uma das razões para que haja essa dispersão são as medidas adotadas pela legislação americana como a proibição dos bancos assumirem o controle das empresas - o que dificulta a concentração acionária.

Com os escândalos corporativos nos EUA, tais como: *Enron* e *WorldCom*. A SEC – *Securities Exchange Commission* – editou a lei *Sarbanes-Oxley Act*.(30/07/2002), uma legislação rigorosa composta por exigências fundamentais em quatro valores (BRANDÃO & BERNARDES,2004):

1. *Compliance* – Conformidade legal.

2. *Accountability* – Prestação responsável de contas.
3. *Disclosure* – Transparência.
4. *Fairness* – Senso de justiça.

Segundo Rotta, Hillbrecht e Balbinoto Neto (2004), como o intuito de restabelecer a confiança do investidor, o Congresso Americano e o SEC - Security Exchange Commission - elaboram um conjunto de leis que garantissem, através de medidas que exigissem maior independência dos diretores, e relatórios contábeis mais detalhados, segurança ao investidor. Uma dessas medidas foi a criação, em 2002, da lei Sarbanes-Oxley, que não dá nada além de um esforço legislativo endereçado às questões de Governança Corporativa nos EUA. A lei busca aumentar a responsabilidade dos administradores e reformar as práticas contábeis corporativas. Em última análise, seu objetivo é alterar os incentivos oferecidos à administração da empresa e aos seus auditores de forma a reduzir a frequência das fraudes nos seus relatórios financeiros. (ROTTA, HILLBRECHT, BALBINOTO NETO 2004)

Segundo Weinberg (2003), a total eliminação da fraude - mesmo que possível - nem sempre é desejável. Isto porque a sua eliminação apresenta um custo, que deverá ser arcado por algumas das partes. Ou seja, a redução da fraude só é economicamente viável se o custo marginal da aplicação da lei for menor do que o ganho social advindo da melhora do relatório financeiro. Esse pode vir na forma de redução do risco percebido pelos investidores, que são mais propensos a empregar o seu capital em companhias de capital aberto.

No Brasil, A CVM, entidade reguladora do mercado, tem feito esforços para o desenvolvimento da governança no Brasil. Observamos que os valores básicos da lei *Sarbanes-Oxley* são similares com os princípios fundamentais da governança proposta pelo manual do IBCG.

Para melhoria das práticas de governança corporativa no Brasil, Yamamoto e Almeida Prado (2003) afirmam:

“É consenso entre os agentes que a governança corporativa é muito importante para a credibilidade e o crescimento econômico das empresas e dos países, independentemente do modelo a ser adotado. Percebe-se, hoje, que as falhas de gestão de uma companhia, além de vultosos prejuízos que podem causar aos acionistas, podem colocar a risco a credibilidade do mercado como um todo, com reflexos imprevisíveis sobre o nível de atividade econômica em geral.”

Segundo Carvalho (2002), nos EUA e Inglaterra a Governança Corporativa privilegia os interesses dos acionistas e investidores, enquanto que nos demais países, entre eles o Brasil, ela baseia-se em evitar que os acionistas controladores não expropriem os minoritários.

Numa pesquisa realizada pelo IBGC e a BOOZ ALLEN (2003) sobre o panorama da governança corporativa no Brasil utilizando como amostra os acionistas das empresas brasileiras que possuem papéis negociados nos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado da BOVESPA, constatou-se que para 48% dos entrevistados o relacionamento entre os acionistas majoritários e minoritários é irrelevante e para 46% das companhias pesquisadas não contam com políticas de proteção aos minoritários. Apesar desses resultados, os avanços institucionais e empresariais tem ocorridos e podemos enumerar os seguintes esforços:

- Reforma da Lei das S.A.
- Mudanças no contexto institucional, com o empenho da Bovespa, IBGC, CVM entre outros.

- Criação dos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado da Bovespa.

As práticas de governança corporativa têm tornado fundamentais na atração e retenção de investimentos no mercado de capitais. As empresas que almejam expandir os seus negócios, a governança corporativa é um fator relevante para quem pretende expandir no mercado externo. Nos países emergentes, os governos e os legisladores devem criar uma regulamentação que priorize a melhoria da estrutura de governança em suas empresas para atrair os investidores estrangeiros.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2004) realizaram uma pesquisa que teve por objetivo analisar como dois importantes segmentos do mercado acionário brasileiro – o público corporativo (dirigentes empresariais) e os gestores de portfólio – avaliam as políticas e práticas de governança corporativa que vêm sendo implementadas pelas empresas de capital aberto. Nesta pesquisa se entrevistou dirigentes de grandes companhias de capital aberto e gestores de portfólio de fundos de pensão. Constatou-se que as empresas pesquisadas se encontram em fases distintas no processo de implementação de governança corporativa e que o aparato formal e a determinação do mercado serão fundamentais para minimizar a assimetria informacional que pauta a relação entre os agentes de mercado.

No Quadro 2, apresenta-se uma síntese das diferenças entre os modelos de governança adotados no Brasil e nos EUA.

#### QUADRO 2 – COMPARAÇÃO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA BRASILEIRO E AMERICANO

BRASIL	EUA
O controle das empresas é concentrado nas mãos dos fundadores e das famílias.	O controle das empresas é pulverizado no mercado.
Os conselhos de administração são pouco atuantes. A estrutura dos conselhos é familiar. Existem muitos <i>insiders</i> (acionistas no conselho).	Os conselhos de administração são muito atuantes junto à administração. Existe maior presença de <i>outsiders</i> (conselheiros independentes).
O conselho de administração é uma extensão da administração.	O conselho de administração fiscaliza a administração.
Menor transparência dificulta a relação entre acionistas e empresa, impossibilitando os minoritários de agregar valor.	Maior transparência facilita a relação entre os acionistas e a empresa, possibilitando a criação de valor.

Fonte: Lodi (2000)

### 2.2 IBGC: Práticas de governança corporativa

Em 1999, o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – criou o Código Brasileiro de Melhores Práticas. Em abril de 2001, o código foi publicado com o objetivo central de indicar caminhos para que todos os tipos de empresas – sociedade por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis – possam melhorar seu desempenho e facilitar o acesso ao capital. Assim, torna-se importante a consolidação de um ambiente com maior proteção para os acionistas investidores e, conseqüentemente, de incentivos às empresas na busca de recursos no mercado de capitais. (IBGC, 2004)

De acordo com o IBGC(2004):



“Na teoria econômica tradicional, a governança surge para procurar superar o “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação da propriedade e a gestão empresarial. O “principal” titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade, nem sempre, estão alinhados com os do seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.”

Além de fonte de informação para entidades internacionais, o código serve como referência nacional sobre o tema. Para a sua elaboração foram ouvidas entidades governamentais, de mercado, associações profissionais, de classe e indivíduos de reconhecida competência na matéria.

Os princípios do código são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (IBGC, 2004).

Transparência: representa a boa comunicação interna e externa. Segundo esse princípio, as informações sobre a empresa devem estar disponíveis para qualquer *stakeholder* (funcionários, executivos, fornecedores, clientes, sociedade, governo e outros) que demande acesso.

Equidade: significa o tratamento justo e igualitário a todos os *stakeholders*, não devendo se restringir à proteção dos acionistas minoritários, mas ser entendido como parte de um grande esforço organizacional de criar justiça e igualdade para todos os colaboradores.

Prestação de contas: representa a informação dos agentes de governança sobre sua atuação a quem os elegeu, respondendo integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos. Dessa forma, os executivos apresentam os resultados de sua gestão ao conselho de administração, que é avaliado pelos acionistas através da cotação de suas ações e dos dividendos recebidos. A partir desse princípio é verificada a criação de valor na empresa, e, portanto, através dele o conselho de administração justifica a sua eleição perante os acionistas.

Responsabilidade corporativa: significa a qualidade do zelo pela visão de longo prazo e pela sustentabilidade da organização por parte do conselho de administração e de seus administradores. Essas práticas proporcionam à empresa a agregação de valores de responsabilidade social, preocupação com o meio ambiente, patrocínios à cultura e ao esporte e demais projetos de promoção de cidadania, tendo-se em vista que, num ambiente próspero e com desigualdade reduzida, é maior a probabilidade de sucesso da organização.

O código é dividido em seis capítulos.

No primeiro capítulo do código, são dispostos assuntos relacionados a propriedade, acionistas, quotistas e sócios. Os principais fundamentos são os seguintes:

- Todos os acordos societários devem estar disponíveis aos proprietários.
- A convocação da assembléia geral extraordinária deve ser feita com antecedência de no mínimo 15 dias e o local deve ser escolhido de forma a facilitar a presença dos proprietários.
- Os proprietários devem receber agenda e documentação com antecedência suficiente para poderem posicionar-se a respeito das decisões.
- As regras de votação devem ser bem definidas e estar disponíveis.
- Em caso de fechamento de capital, o controlador deve informar suas intenções e o preço deve corresponder ao valor econômico.

- O uso de informações privilegiadas para negociação das ações ou quotas deve ser proibido.
- O estatuto deve prever que as divergências entre proprietários sejam resolvidas por meio de arbitragem, evitando recurso à esfera judicial.

No segundo capítulo, são demonstrados os principais temas (avaliação, competência, mandato, composição, remuneração e fiscalização) relacionados ao conselho de administração. Seus principais fundamentos são:

- A cada ano deve ser feita uma avaliação formal do desempenho do conselho de administração e de cada um dos conselheiros.
- O conselho de administração deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes e deve reunir diversidade de conhecimento e experiência.
- O conselheiro independente deve receber na mesma base do valor por hora de trabalho no executivo principal, inclusive bônus e benefícios proporcionais ao tempo dedicado à função.
- Deve-se buscar a separação dos cargos de presidente do conselho e de presidente da organização ou empresa.
- O conselho de administração elege e destitui o principal executivo, fixa a sua remuneração e deve fazer anualmente uma avaliação formal de seu desempenho, além de ter sempre atualizado o plano de sucessão do executivo principal e de todas as outras pessoas-chave.
- O conselho de administração fiscaliza a diretoria dedicando atenção especial aos relacionamentos entre as empresas e as partes interessadas.

No terceiro capítulo, o código trata dos assuntos relacionados à gestão, executivo-principal e diretoria, apresentando como princípios fundamentais:

- O principal executivo é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho de administração. Ele responde pelo desempenho e pela atuação da empresa (*accountability*) e deve prestar informações de real interesse, obrigatórias ou espontâneas, para os proprietários e para todas as partes interessadas (*disclosure*).
- O relatório anual deve incluir mensagem de abertura escrita pelo presidente do conselho de administração ou da diretoria, relatório da administração e conjunto das demonstrações contábeis e, quando for o caso, parecer da auditoria independente e do conselho fiscal.
- O relatório anual deve conter uma declaração a respeito de quais práticas de governança corporativa foram cumpridas e deve especificar a participação no capital da empresa e a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores.
- As demonstrações contábeis devem ser preparadas de acordo com as normas US GAAP ( *United States Generally Accepted Accounting Principles*) ou IASC GAAP( *International Accounting Standards Committee*).

No quarto capítulo, o código dispõe os assuntos relacionados à auditoria independente.

- Os auditores devem ser contratados, em benefício de sua independência, por período pré-definido, podendo ser recontratados após avaliação de independência e desempenho.

- O conselho de administração deve assegurar-se de que os procedimentos adotados pela firma de auditoria garantam independência e objetividade, especialmente quando esta presta também serviços de consultoria.
- O relacionamento dos auditores independentes com o executivo principal, a diretoria e a empresa deve ser estritamente profissional.
- Os auditores independentes não devem ser membros do conselho fiscal para evitar conflito de interesses e devem entregar anualmente uma carta ao conselho de administração confirmando a sua independência.

No quinto capítulo, o código dispõe os assuntos referentes ao conselho fiscal, relacionando como principais fundamentos:

- Os proprietários elegem os membros do conselho fiscal e este responde aos proprietários.
- Os membros do conselho fiscal devem assistir às reuniões do conselho de administração ou da diretoria em que sejam discutidos assuntos sobre os quais é importante sua opinião.
- Se a empresa contratar serviços de auditoria independente, o conselho fiscal poderá solicitar-lhes esclarecimentos e informações. Caso contrário, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho de suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e contratá-los por conta da empresa.

No sexto capítulo, o código aborda temas como ética e conflito de interesses, os principais pontos são:

- Toda a empresa deve ter um código de ética, elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração, que envolva a administração, funcionários, fornecedores e associados.
- O código de ética deve abordar principalmente: propinas, pagamentos impróprios, conflito de interesses, informações privilegiadas, recebimento de presentes, discriminação de oportunidades, doações, meio ambiente, assédio sexual, segurança no trabalho, atividades políticas, relações com a comunidade, uso de álcool e drogas, confidencialidade pessoal, direito à privacidade, nepotismo e trabalho infantil.
- Tão logo um conflito de interesse em relação a um tema específico tenha sido identificado, a pessoa em questão deve afastar-se, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações.

Alguns estudos servem de apoio para uma discutir a importância e o avanço do código no Brasil. Sobre a qualidade da informação, Fortunato, Teixeira e Aquino (2004) estudaram a relação entre a qualidade da comunicação das empresas brasileiras de capital aberto e o seu valor do mercado. Mais especificamente estaremos testando a hipótese de que a transparência de informação agrega valor econômico. Os testes efetuados indicam que as empresas maiores e com melhor desempenho aproveitam essas condições para se beneficiar da vantagem trazida pela boa comunicação, percebida pelo mercado de capitais. Neste contexto, Procianny e Rocha (2002) afirmam que o fluxo de informação deve ser facilitado a fim de ajudar o mercado a fazer uma análise mais adequada da empresa, tornando viável a tomada de decisão de investimento.

Segundo Sengupta (1998), um fator que justifica a redução da assimetria da informação é a redução do custo da dívida pelo menor risco e incerteza do desempenho da empresa. Seu estudo revela que os credores consideram fundamental a política adotada de transparência de informação ao estimar o risco da dívida. Quando a

informação é insuficiente e não consegue entender o negócio, os tomadores da dívida requerem um custo de proteção, elevando o custo da dívida e afetando negativamente o preço das ações.

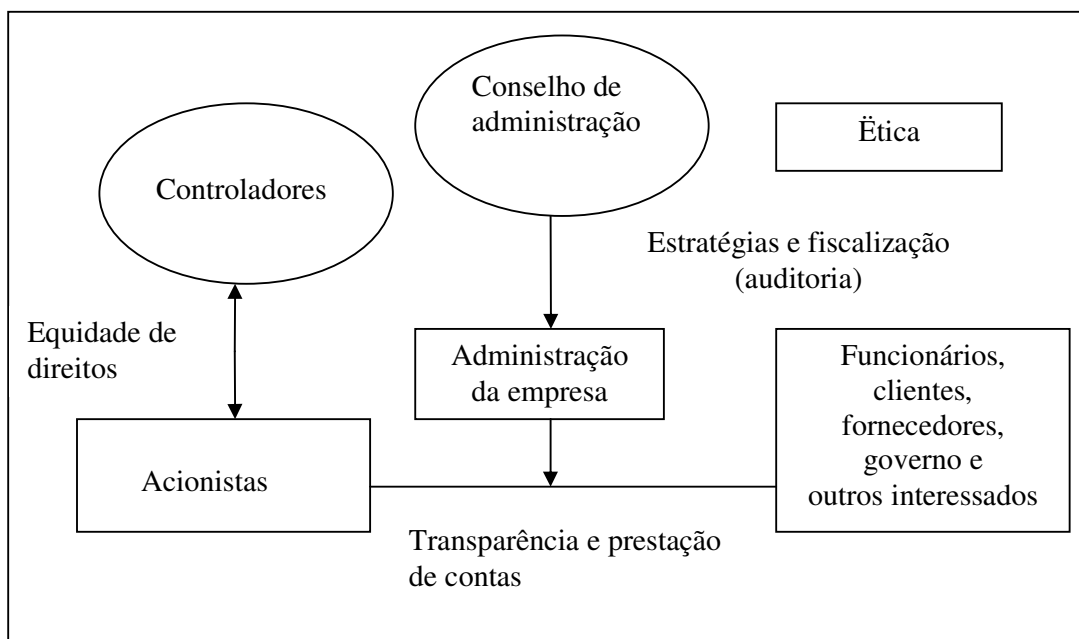


FIGURA 4 – ESTRUTURA E DINÂMICA DE FUNCIONAMENTO DO CÓDIGO BRASILEIRO

Fonte: Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança (2004).

Na Figura 4, ilustra-se a estrutura e a dinâmica de funcionamento da governança corporativa com base no Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Mas no Brasil, a transparência ainda não é tratada com uma estratégia de mercado. Neste contexto, Procianoy e Rocha (2002) realizaram uma pesquisa para traçar o perfil da área de Relação com os Investidores entre as empresas brasileiras que possuem ações negociadas em bolsa de valores. Os estudos mostram que os investidores vêm as empresas e as suas áreas de Relação com os Investidores. Conclui-se que as empresas ainda não conferem à importância devida às relações com investidores e analistas, deixando de aproveitar-se muitas vantagens que poderiam advir do seu correto uso e transparência da informação.

Barcelos e Carvalho (2002) confirmaram que o grau de transparência e o grau de imobilização dos ativos foram considerados como fatores determinantes para obtenção de crédito, principalmente para as empresas de capital aberto.

Malacrida & Yamamoto (2004) buscaram analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis influencia a volatilidade do retorno de suas ações quando negociadas na Bovespa. Na análise dos dados entre a evidenciação da informação e a volatilidade das ações, fez-se a coleta de informações das empresas listadas na bolsa através dos relatórios anuais. Na conclusão, constataram que as empresas com maior nível médio de evidenciação de informações contábeis resultam em menor volatilidade média dos retornos das ações.

Segundo Martins (2004), o Conselho de Administração é o instrumento central de governança corporativa das empresas, promovendo a interação entre os acionistas e

outros *stakeholders*, o controle corporativo do mercado e os sistemas de finanças corporativas. Em seu estudo analisou a configuração do Conselho de Administração a partir dos seus atributos, e os impactos dessa configuração nos papéis e responsabilidades dos conselheiros nas empresas brasileiras. Os resultados apontam uma forte correlação entre os papéis e responsabilidades do conselho com às dimensões estratégica, de controle e institucional.

Sobre a qualidade da governança corporativa, Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) investigam a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e desempenho das companhias abertas brasileiras por meio da construção de um índice amplo. Foram atribuídos pesos iguais às questões, de forma que a pontuação das empresas varia em uma escala de 0 a 15. O índice foi construído com base em dados secundários, possibilitando a elaboração de índices relativos ao período de 1998 a 2002. Os testes da relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho foram realizados por meio de análises de dados em painel utilizando os procedimentos de efeitos comuns, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os resultados comprovaram uma influência positiva entre a qualidade da governança, o desempenho e o valor da companhia.

### **2.3. Mercado de Capitais no Brasil: Desafio, Dificuldades e Desenvolvimento.**

#### **2.3.1 Considerações Iniciais**

Segundo De Paula (2003), no Brasil a nova moeda, o real veio acompanhada de uma âncora monetária (metas de expansão monetária) e com um sistema cambial que estabelecia um preço máximo de R\$ 1,00 para cada dólar. Essa política econômica obteve o sucesso esperado e conseguiu uma rápida queda na taxa de inflação, mas acompanhada de uma sobrevalorização do real e conseqüentemente, o aumento do déficit na balança de pagamentos. Com a crise mexicana (1995), o governo brasileiro implementou um sistema de bandas cambiais, onde a desvalorização cambial do real passou ocorrer de forma gradual. Em janeiro de 1999, a crise brasileira obrigou a adoção do regime de câmbio flutuante, acompanhado de por um regime de metas de inflação.

Neste período (1994-2005), o Brasil conseguiu um grande avanço em relação ao controle da inflação, conseguimos sair, como exemplo, de uma taxa de 929,32% ao ano do INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) em 1994 para um ambiente de baixa inflação. Apesar de todos os repiques inflacionários que ocorreram nesse período, a economia brasileira conseguiu controlar a ânsia pela elevação de preços através do aumento da taxa de juros e da mudança do regime cambial.

Segundo Freitas (2005), As mudanças no regime cambial incrementaram as nossas importações para controlar a inflação e esta tornou a balança comercial brasileira deficitária e junto os juros da dívida externa provocaram uma deterioração de nossa balança de pagamento que obrigou ao país a necessitar do ingresso de capitais externos, independente da procedência (investimento, especulação, remessas e outras) para equilibrar as suas contas externas. Com esses problemas, os acordos com o FMI (Fundo Monetário Internacional) se tornaram comuns, principalmente nas crises mundiais, e os empréstimos com esta entidade ajudavam ao país a manter a sua contabilidade nacional estável. Para conceder as “reservas” que o país necessitava, O FMI exigia do país o cumprimento de uma agenda de intenções onde o controle da inflação, fluxo cambial, política monetária e ajuste fiscal eram os principais pontos. A política monetária dos juros altos era o pilar para o controle da inflação e financiamento do déficit do governo

– o superávit fiscal cobria as despesas, mas não pagava os juros assumidos pelo governo.

Segundo Franco (2005), os poupadores brasileiros estão tremendamente mal acostumados a ter à sua disposição títulos que pagam a taxa SELIC – a taxa básica de juros para empréstimos do governo por um dia – e com a liquidez diária. Esse tipo de política econômica impediu a fuga de capitais para o exterior no período de inflação alta, mas nos obriga a pagar elevados juros para manter esses investidores no mercado brasileiro. Exemplificando, esses hábitos da política econômica desenvolveram uma indústria de fundos que se acostumou a fazer um “investimento” em títulos governamentais por causa da elevada rentabilidade e máxima liquidez. Atualmente, existem aproximadamente 345 bilhões em fundos de renda fixa e apenas 25 bilhões em ações.

Segundo De Paula (2003), as mudanças na política econômica de 1999 com a adoção do regime de câmbio flutuante e o regime de metas de inflação não foram suficientes para proporcionar a melhoria dos fundamentos macroeconômicos do país. O Brasil ainda necessita desenvolver uma política monetária apoiada em elevadas taxas de juros. Num período recente, a taxa nominal SELIC atingiu o patamar de 40% em 1999 e se reduziu a 15% em janeiro de 2001, mas voltando a alcançar uma taxa de 26,35% (24/03/2003).

Segundo Franco (2005), o fenômeno denominado como “*crowding out*” consiste em o governo “congestionar” a demanda por recursos financeiros em função de suas necessidades de financiamento de tal modo a “expulsar” o setor privado do mercado, geralmente através de taxas de juros elevadas. Neste caso, o Tesouro Nacional oferece taxas tão atrativas e com liquidez diária que simplesmente faz desaparecer os interesses por outros instrumentos, principalmente as ações de empresas privadas. Infelizmente, o déficit público impulsiona a indústria dos fundos que se colocam a serviço da dívida do governo.

Segundo Franco (2005), O Brasil tem o mercado de capitais dominado por títulos públicos. A relação crédito / PIB é considerada reduzida se comparada com os países desenvolvidos. O Brasil tem uma relação 25% enquanto nos países do G-7 este número é de 120%. Além disso, o crédito é concentrado no curto prazo e somente os bancos públicos oferecem alguma forma de financiamento a longo prazo. Em decorrência da vulnerabilidade externa do país e das crises internacionais, os financiamentos externos têm demonstrado fortes oscilações de custos e prazos.

As altas taxas de juros limitam o crescimento econômico, pois elevam o custo de crédito, afetam negativamente as expectativas de crescimento dos empresários e aumentam a dívida pública. Infelizmente, o regime de câmbio flutuante não tornou possível uma redução significativa na taxa de juros, que possibilitaria um crescimento econômico superior a 4% que o Brasil tanto necessita.

Segundo Sachs (2004), os principais motivos-chave que podem fazer o Brasil vencer a barreira do desenvolvimento econômico são os seguintes:

- Adoção dos direitos humanos, incluindo as eleições democráticas e a justiça para negros e os indígenas.
- O Brasil está aceitando finalmente os conhecimentos da economia global ( a percentagem de matrículas no ensino secundário subiu de 14% em 1991 para 71% em 2000; a qualidade do ensino universitário e o aumento do investimento governamental em pesquisa e desenvolvimento).
- A inserção nos mercados mundiais ( a relação exportações / PIB aumentou de 6,7% em 1990 para 11,4% em 2001).

- Melhorias das condições de saúde e na produtividade de nossa população (As famílias pobres, com menos filhos e com as crianças sobrevivendo até a idade adulta; o investimento em saúde e educação alavanca o desenvolvimento econômico a longo prazo).

Segundo De Paula (2003), o Brasil requer uma mudança na condução da política econômica e precisa desenvolver as seguintes mudanças políticas:

- Estabelecer um controle seletivo de capitais;
- Obter uma maior estabilidade no mercado cambial e uma maior autonomia na política econômica.
- Reduzir a taxa de juros para aumentar o crescimento econômico e garantir a sustentabilidade da dívida interna.
- Criar uma política industrial e de comércio exterior voltada para manutenção de superávits comerciais elevados.
- Utilizar instrumentos não monetários de combate à inflação.

Franco(2005) afirma que apesar dos avanços e recuos da economia brasileira, o desequilíbrio fiscal do governo é um fator preocupante quando constatamos que a dívida pública continua a crescer e absorver mais de 70% da poupança gerada pela economia. Esta anomalia é a principal barreira ao desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente o acionário.

Segundo Castelar (2004), o crescimento econômico em torno de 2% nos últimos anos (1995-2003) precisa ser incrementado e os investimentos são fundamentais para este aumento, para estimulá-los torna-se necessário a implementação de reformas direcionadas para a melhoria das instituições econômicas.

Segundo Freitas (2005), o desenvolvimento econômico sustentável depende da taxa de investimento e da criação de condições adequadas para o seu financiamento. Para aumentá-las, as condições prévias são as seguintes:

- Estimular o investimento privado.
- Manter um ajuste fiscal permanente.
- Controlar da inflação.

Segundo o mesmo autor, o financiamento do investimento tem duas alternativas: o crédito e o mercado de capitais. Considerando os avanços do controle inflacionário e do ajuste fiscal, o governo brasileiro ainda recorre à poupança nacional para financiar o seu déficit e isto provoca uma escassez de recursos na economia. Apesar desses problemas, o Brasil precisa dinamizar, o mais rápido possível, esses dois mecanismos de financiamento.

Freitas (2005) afirma que os compulsórios elevados; a tributação sobre operações financeiras; os riscos de inadimplência; o risco legal (baixa qualidade das garantias e justiça morosa) são os principais obstáculos à expansão de crédito no Brasil. Essas condições de mercado desestimulam a poupança nacional e impedem o desenvolvimento de instrumentos para o financiamento a longo prazo. Todo este quadro gera um alto custo do crédito que se reflete na baixa relação crédito / PIB. Nas reformas necessárias ao desenvolvimento do mercado de capitais são fundamentais a existência de instrumentos adequados e condições institucionais para o cumprimento dos contratos e a pronta execução das garantias.

A nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303) não conseguiu reverter este quadro. Pois a nova lei não interfere nas finanças públicas e a prática dos juros altos impulsiona a indústria dos fundos que distorce o mercado de capitais, pois este

funciona para financiar o déficit das contas públicas do governo. Para impulsionar o mercado de capitais, o Brasil necessita estacionar a proporção dívida pública / PIB e continuar a obter superávits primários cada vez maiores. Este quadro irá permitir a redução da taxa de juros a níveis de primeiro mundo e assim ocorrerá a migração dos capitais investidos em títulos governamentais para o financiamento privado e conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de capitais. Vale ressaltar que o desenvolvimento econômico depende de juros menores e do desenvolvimento do mercado de capitais, mas requer superávit fiscal ainda maior (FRANCO, 2005).

Segundo Freitas (2005), o mercado de capitais é fundamental para o crescimento econômico porque aumenta as alternativas de financiamento para as empresas; reduz o custo global de financiamentos; diversifica e distribui risco entre os aplicadores; democratiza o acesso ao capital. São elementos fundamentais para o seu desenvolvimento:

- Incentivos ao desenvolvimento da indústria de fundos e securatização.
- Incentivo à indústria de fundos de pensão (Alternativa para a reforma da previdência).
- Proteção ao investidor (Governança Corporativa, Nova Lei das S A, Fortalecimento da CVM).
- Tributação ( o atual regime tributário distorce a alocação da poupança e falta incentiva à poupança de longo prazo).
- Fundos FGTS e PAT (Desafio na promoção o uso eficiente desses recursos no mercado de capitais).
- Dinamização do setor imobiliário.

O governo brasileiro tem ser esforçado para criar mecanismos que visa o desenvolvimento do mercado de capitais, mas alguns passos necessitam de grande cautela pois podem impactar no descontrole das finanças públicas.

Segundo Carvalho (2002), a falta de proteção aos acionistas minoritários e a ineficiência do sistema judiciário são os entraves estruturais do mercado acionário e somente com a solução desses problemas podem promover um crescimento equilibrado e sustentado do mercado de ações. Com relação a proteção dos acionista minoritários, devemos mencionar a lei 10.303/2001 e o Novo Mercado pois representam esforços para eliminar este problema.

Segundo Castelar (2004), a flexibilidade em excesso na mudança das regras pelo Executivo e pelo Congresso reduz a segurança jurídica entre os investidores. Então, O Brasil necessita de uma regulamentação que evite a “politização” das decisões judiciais onde um juiz pode decidir com base em visões políticas e sem apego à leitura rigorosa da lei. Para evitar estas distorções, precisa-se melhorar os seguintes pontos:

- O autopoliciamento do governo na alteração de regras.
- Combate a “politização” do Judiciário.
- Criar uma cultura nacional a favor da estabilidade de regras.

Neste contexto abrangente, a adoção das boas práticas de governança corporativa pode contribuir para o desenvolvimento de mercado de capitais nacional. Segundo Andrade e Rossetti (2004), um bom sistema de governança pode reforçar as competências e ampliar as bases de valor das empresas ao harmonizar os interesses e contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumentado assim, a confiança dos investidores e fortalecendo o mercado de capitais, que proporcionaria o crescimento econômico.



Na Figura 6, podemos visualiza-se um esquema que vislumbra todos os inter-relacionamentos entre os agentes do sistema de governança corporativa e os seus prováveis benefícios para todos.

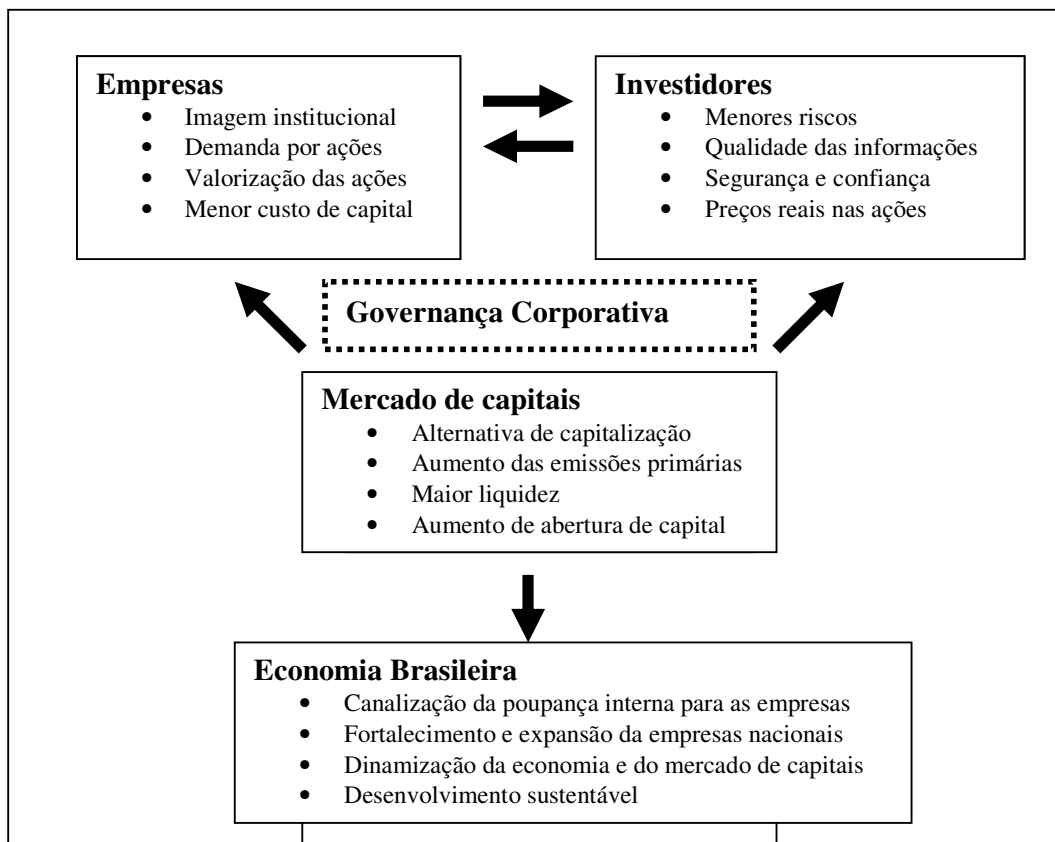


FIGURA 5 – CIRCULO VIRTUOSO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ECONOMIA.

Fonte: Adaptado de Rogers, Ribeiro e Souza (2005a)

### 2.3.2. CVM e Governança Corporativa

Em dezembro de 1976, a Lei 6.385/76 cria a CVM – Comissão de Valores Mobiliários- que é uma autarquia administrada pelo Ministério de Fazenda que tem como finalidade fiscalizar as atividades do mercado de valores mobiliários. Com a CVM, qualquer emissão pública de valores mobiliários somente poderá ser distribuída (venda, promessa de venda, subscrição e aceitação de pedido de venda), no mercado, com o prévio registro neste órgão. Conforme a legislação vigente, a CVM exercerá suas seguintes funções (CVM, 2005):

- Assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários.
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.
- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado.
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administração de carteira de valores mobiliários.
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão.

Junto com a criação da CVM, foi promulgada a lei 6.404/76 que é a Lei das Sociedades Anônimas, conhecida como a Lei das S. A.. Estas leis representam um importante marco legal no desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Segundo a CVM (2005), A Lei 6.404 pode ser considerado um passo pioneiro no país na aplicação do conceito de governança corporativa. Esta lei regulamenta os procedimentos básicos que as organizações deveriam seguir em sua estrutura organizacional, direitos e deveres dos gestores (ou administradores), direitos e obrigações dos acionistas e as normas contábeis. Em síntese, a lei padronizou diversas práticas existentes e instituiu algumas práticas de governança corporativa tais como: prestação de contas, legalidade, publicação de informações e outros detalhes. Mas em outros aspectos, foi ambígua em relação a assuntos contratuais e na concessão de alguns tipos de privilégios. As fraudes no mercado norte-americano e a mudança do código civil trouxeram importantes mudanças ao mercado nacional. Sob a inspiração do princípio jurídico da responsabilidade solidária, reforçou nas companhias limitadas a normas antes circunscritas às empresas de capital aberto, prevendo a punição dos administradores relapsos com o confisco dos próprios bens pessoais e da família. Com a responsabilização dos gestores, a legislação reduz os riscos de fraudes e cria espaços para a instituição dos controles internos, externos e fiscalização. Com o advento da governança corporativa, esta lei precisava ser aprimorada. A lei n. 10.303 substituiu a 6.404. Nesta lei introduziu algumas modificações no texto original de 1976 e em outras nada foi alterado, exemplo demonstrações contábeis. O grande avanço desta lei foi o aumento de proteção para os acionistas minoritários. As principais modificações foram:

- Na alienação do controle acionário os minoritários receberão 80% do valor pago aos controladores (*tag along*), e ainda um prêmio equivalente à diferença entre o preço de mercado e preço da alienação do controlador.
- Cria a possibilidade de um representante dos acionistas preferencialistas figurarem no Conselho de Administração, mas com um período de adaptação que pode durar até 5 anos. Além disso, poderá haver a junção de minoritários das diferentes classes para atingir o quorum necessário para constituir representante.
- Dá maior autoridade ao Conselho Fiscal para apurar, denunciar e sugerir providências sobre atos administrativos.
- Exige oferta pública para fechamento de capital, classifica as companhias abertas em categorias segundo as classes de valores mobiliários por elas emitidos.
- Altera a proporção de ações preferenciais na composição do capital de um máximo de 66,6% para 50%, proíbe a emissão de partes beneficiárias e dá novo tratamento ao direito de retirada.

A CVM desempenha um papel fundamental no aperfeiçoamento de mecanismo de defesa dos minoritários. Trata-se de um aparato jurídico que visa garantir proteção aqueles que contestam e buscam a defesa dos seus direitos quando se acharem lesados pelos acionistas controladores. Um dado importante na evolução da fiscalização da CVM na defesa dos acionistas minoritários. Ao longo de 20 anos de existência foram requeridos 312 processos em destaque citamos: (CVM, 2005)

- 25 para aquisições de direito de voto em companhias cujos dividendos das ações preferenciais não estavam sendo pagos.
- 19 para a anulação de assembléias gerais.
- 10 para a anulação de atos administrativos.
- 9 para a transferência de controle acionário.
- 8 para a apuração e distribuição dos dividendos.

Com a publicação da cartilha, a CVM busca estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio de divulgação de práticas de boa governança corporativa. O seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários (CVM, 2005).

Para a elaboração da cartilha, a CVM utilizou-se de sua experiência de vinte cinco anos e analisou a experiência de diversos países, além de relatórios de pesquisa e códigos de governança nacionais e internacionais.

Em função de algumas das recomendações da cartilha estar entre as regras de acesso ao Novo Mercado da Bovespa e outras já constarem no código do IBCG, os temas considerados pela CVM serão apenas indicados a seguir (CVM,2005):

- Transparência, Assembléia, Estrutura Acionária e Grupo de Controle: Forma de convocação das assembléias gerais; acordo entre acionistas; relação de acionistas e processo de votação.
- Estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração: Função, composição e mandato do Conselho de Administração; funcionamento e comitês do Conselho de Administração; Participação dos preferencialistas no Conselho de Administração; presidente do Conselho de Administração e presidente da diretoria.
- Proteção a Acionistas Minoritários: Decisões relevantes, *tag along*, transações entre as partes interessadas; Direito de voto para as ações preferenciais no não pagamento de dividendos; arbitragem para questões societárias e proporção de ações ordinárias e preferenciais.
- Auditoria e Demonstrações Financeiras: Discussão e análise da administração; composição e funcionamento do conselho fiscal; relacionamento com o auditor independente; auditoria; acesso a informações; informações contábeis e recomendações dos auditores.

### **2.3.3 BOVESPA e Governança Corporativa**

Fundada em 23 de agosto de 1890, a Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA tem uma longa história de serviços prestados ao mercado de capitais e à economia brasileira. Até meados da década de 1960, a BOVESPA e as demais bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público.

Segundo a Bovespa (2005), com as reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais implementadas em 1965/66, as bolsas assumiram a característica

institucional que mantêm até hoje, transformando-se em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. A antiga figura individual do corretor de fundos públicos foi substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada. A Bolsa de Valores de São Paulo é uma entidade auto-reguladora, que é submetida a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

Legalmente, as bolsas de valores estão autorizadas a negociar os títulos e valores mobiliários de emissão ou co-responsabilidade de companhias abertas, registrados na CVM, assim como opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas, debêntures (convertíveis ou simples) e "*commercial papers*" registrados para colocação pública. Direitos e índices referentes às ações negociadas, além de recibos de depósitos de ações, quotas de fundos ou de clubes de investimentos também são negociados nas bolsas mediante autorização do Conselho de Administração ou por solicitação da bolsa à CVM-Comissão de Valores Mobiliários (BOVESPA, 2005).

Na BOVESPA, são regularmente negociadas ações de companhias abertas, opções sobre ações, direitos e dividendos sobre ações, bônus de subscrição e quotas de fundos. Em relação a privatização das estatais, as bolsas foram escolhidas para a realização de leilões de blocos de ações que representam o controle das empresas estatais a serem privatizadas.

Segundo Ribeiro Neto & Famá (2004), a abertura da economia a partir 1990, juntamente com o intenso programa de privatização do governo brasileiro, proporcionou um grande crescimento na bolsa brasileira. A estabilização da economia e a maior facilidade de acesso a investimentos estrangeiros no país foram outros fatores que contribuíram para este desenvolvimento.

A Bovespa criou um segmento de listagem que se comprometem, voluntariamente, com a alocação de práticas de governança corporativa e transparência além do exigido pela Lei Federal n.º 6404/1976, a qual regulamenta os padrões contábeis das demonstrações financeiras das sociedades anônimas. Com a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados, A BOVESPA estimulou o desenvolvimento do mercado de capitais nacional através do aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa. Segundo Yamamoto (2004):

“A governança corporativa, como técnica ou sistema de estruturação societária, não deve ser vista apenas sob a ótica da otimização da relação risco-retorno ou como meio de captar recursos no mercado a custo mais baixo. Isso seria uma visão muito pobre. Deve, sim, ser vista como um valor a ser incorporado às práticas empresariais, independentemente do ganho fortuito que possa proporcionar.”

Com a mudança do comportamento do investidor nacional, principalmente, a BOVESPA desenvolveu um trabalho com a finalidade de incentivar e preparar a adoção ao Novo Mercado e Níveis Diferenciados pelas companhias brasileiras, proporcionando maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

Ribeiro Neto & Famá (2004) analisaram a atual situação do mercado de capitais brasileiro e as mudanças da Lei das Sociedades Anônimas e as possíveis alternativas para o desenvolvimento sustentado do mercado acionário no Brasil através do projeto "Novo Mercado" lançado pela Bovespa.

Sob Inspiração do *Neuer Market* (Alemanha), a BOVESPA criou um mercado alternativo para as empresas que se comprometem com práticas de governança corporativa. O mercado alemão foi inovador por não necessitar de uma reforma

legislativa. Por meio de um contrato privado e voluntário as empresas aderem a regras que exigem adoção de boas práticas de governança corporativa. Trata-se de um segmento de mercado destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometem com a adoção das melhores práticas de governança corporativa e *disclosure*, além do que atualmente já é exigido pela legislação brasileira. A adesão às práticas de governança corporativa da BOVESPA é voluntária; e por isso, esta instituição passa a ser a guardiã das boas práticas de governança no país.

Segundo Carvalho (2002), a adesão aos Níveis Diferenciados (Novo Mercado, Nível I e II) funciona como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a BOVESPA administra tais contratos.

As novas regras societárias impostas às empresas que desejam fazer parte do Novo Mercado ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e determinam a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, agilizando e especializando as decisões tomadas acerca dos contratos. A regra fundamental do Novo Mercado é a proibição de emissão de ações preferenciais, o que proporciona um tratamento igualitário entre todos os acionistas.. O principal motivo da criação desse novo instrumento de governança é a ampliação da possibilidade de captar recursos a custos competitivos para as empresas participantes e aumentar a segurança para os agentes financeiros em investimentos de longo prazo. (BOVESPA, 2005)

O grau de adesão classifica a companhia como Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Os compromissos assumidos pela companhia, seus controladores e seus administradores são firmados em contrato entre as partes e a BOVESPA.

A adesão a essas novas práticas de governança distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do compromisso assumido pela empresa. A companhia será classificada no Nível 1, se assumir o comprometimento com a melhoria das qualidade das informações dadas ao mercado e com a pulverização acionária, ou, no Nível 2, no qual, além das obrigações contidas no Nível 1, a empresa adota um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para acionistas minoritários. (BOVESPA, 2005)

A principal inovação do Novo Mercado é a proibição de emissão de ações preferenciais. A companhia deverá ter o seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias e, desta forma, todos os acionistas poderão exercer seu direito de voto nas assembleias.

As companhias classificadas como Nível 1 se comprometem, principalmente, com as melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. De acordo com a BOVESPA (2005) as principais práticas referentes ao Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital.
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial.
- Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores ou administradores da empresa.
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*.
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

As companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA podem ser visualizadas no Anexo I

As companhias classificadas no Nível 2 se comprometem, principalmente com a transparência, dispersão acionária e equilíbrio de direitos. Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, as empresas e seus controladores adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. De acordo com a BOVESPA (2005) as principais práticas referentes ao Nível 2 são:

- Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração.
- Disponibilização do balanço anual seguindo as normas do US GAAP ( *United States Generally Accepted Accounting Principles*) ou IASC GAAP( *International Accounting Standards Committee*).
- Extensão para os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias tais como: transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação dos contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo.
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro neste nível.
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

As companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA podem ser visualizadas no Anexo II.

De acordo com a BOVESPA (2005) as principais práticas referentes ao Novo Mercado são:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações representando 25% do capital.
- Extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia(*tag along*).
- Estabelecimento de um mandato de 1 ano para todo o Conselho de Administração.
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas de US GAAP ou IASC GAPP.
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente entre as quais a exigência de elaboração de balanços consolidados, demonstração de fluxo de caixa e revisão especial de auditoria.
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

As companhias listadas no Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA, podem ser visualizadas no Anexo III.

Com o Novo Mercado, surge uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento de mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os investidores um mercado mais seguro para o investimento a longo prazo.

No Quadro 3, demonstra-se, de forma sintetizada, as principais regras que as empresas se comprometem na adesão aos Níveis Diferenciados e Novo Mercado da BOVESPA.

**QUADRO 3 – COMPARATIVO DAS EXIGÊNCIAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS E O NOVO MERCADO.**

Regras	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Manutenção em circulação de ações correspondentes a pelo menos 25% do capital	X	X	X
Realização de ofertas públicas de ações que favoreçam a dispersão de capital	X	X	X
Melhoria das informações prestadas trimestralmente	X	X	X
Cumprimento de regras de revelação de informações pelos controladores e administradores em operações envolvendo ativos mobiliários	X	X	X
Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i>	X	X	X
Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos	X	X	X
Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração		X	X
Disponibilização de balanço anual de acordo com as normas de USGAAP e ISACGAAP		X	X
<i>Tag along</i> de 100% para os acionistas minoritários e de 70% para os preferencialistas (quando houver) em caso de venda de controle da companhia		X	
Direito de voto aos acionistas preferencialistas em matérias como a transformação, incorporação, cisão ou fusão.		X	X
Obrigatoriedade de oferta de compra de todas as ações pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro no Nível 2 ou Novo Mercado		X	X
Adesão à câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários		X	X
<i>Tag Along</i> de 100% para os acionistas em casos de venda do controle da companhia			X
Proibição de emissão de ações preferenciais			X

Fonte: BOVESPA (2005)

No período de 2004-2005, várias empresas optaram por fazer ofertas públicas e ingressaram nos Níveis Diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) de Governança Corporativa. Este fato evidencia que os investidores estão procurando cada

vez mais empresas com bons níveis de governança corporativa e especialmente no que se refere à equidade de direitos entre os controladores e minoritários. Observamos que mais da metade das emissões são no Novo Mercado o que significa busca por práticas de governança que asseguram aos minoritários os mesmos direitos dos controladores.

QUADRO 4 - ALGUMAS OFERTAS PÚBLICAS DA BOVESPA - 2004/2005

Empresa	Oferta	Volume Colocação (R\$ milhões)	Mês / Ano	Gov. Corporativa
Natura	Oferta Pública Inicial	241	05/2004	Novo Mercado
ALL	Oferta Pública Inicial	188	06/2004	Nível 2
WEG	Oferta Secundária	104	09/2004	Nível 1
Braskem	Oferta Primária e Secundária	385	09/2004	Nível 1
CPFL	Oferta Pública Inicial	285	09/2004	Novo Mercado
Grendene	Oferta Pública Inicial	181	10/2004	Novo Mercado
Dasa	Oferta Pública Inicial	105	10/2004	Novo Mercado
Porto Seguro	Oferta Pública Inicial	100	11/2004	Novo Mercado
Bradespar	Aumento de capital	210	07/2004	Nível 1
Lojas Renner	Of.Pública Inicial	349	07/2005	Novo Mercado

Fonte: Bovespa ( 2005)

Em junho de 2005, a BOVESPA lançou o ITAG (Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado) que é um novo indicador do mercado acionário brasileiro que mede o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que oferecem uma maior proteção ao acionista minoritário. Para participar deste novo índice, a empresa deve modificar voluntariamente os seus estatutos com um *tag along* para suas ações ordinárias e preferenciais superior ao estabelecido pela Lei das S.A.(lei 10.303/01). Neste caso, ao vender o controle acionário da empresa, os detentores de ações ordinárias devem receber um valor superior a 80% do valor pago aos acionistas controladores. Além disso, a BOVESPA realizou um estudo sobre a rentabilidade, no período de 30/12/2002 a 24/06/2005, deste novo índice e constatou o seguinte: o ITAG rendeu 217,6% no período e superou todos os demais índices de mercado; o IGC rendeu 138% e o IBOVESPA, 121,1% (BOVESPA, 2005).

A Lojas RENNEN ingressou no Novo Mercado da BOVESPA em 01/07/2005 tornando se a primeira empresa brasileira totalmente pulverizada em bolsa de valores, sem a figura do acionista majoritário ou controlador. Esta fato introduz o conceito de *Corporation*, que é comum nos Estados Unidos, mas enfrenta resistência por parte dos investidores brasileiros. Esta estratégia foi a forma que o grupo J.C. Penney escolheu para sair da RENNEN (BOVESPA, 2005).

Em 13 de julho de 2005, a EDP Energias do Brasil S A ingressa no Novo Mercado da BOVESPA tornando-se a 12ª empresa a integrar o NOVO MERCADO e a 55ª a participar do IGC (BOVESPA, 2005).



## 2.4. Governança Corporativa: Evidências empíricas.

Nas diversos estudos sobre o tema constataram-se análises sobre o comportamento do IGC comparativamente com os outros índices da bolsa de valores (retornos das ações), pesquisas sobre a intenção dos investidores em relação a empresas que adotam as boas práticas, o impacto dos fatores macroeconômicos no desenvolvimento do mercado de capitais, a proteção aos acionistas minoritários, dentre outros. Esses estudos buscam comprovar a eficácia na adoção das boas práticas para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e em outros países.

Monks e Minow (1998) afirmam as corporações precisam de capital para conquistar novos mercados e para se manterem nele enquanto os investidores estão inclinados e aplicar seu capital depois de feitas uma série de ressalvas ao escolher onde e quando aplicá-lo. Nesse sentido, sumarizaram aspectos que auxiliam o estabelecimento da confiança ao investidor:

- Um sistema regulatório eficaz, capaz de minimizar as chances do capital investido seja desperdiçado ou perdido, principalmente se os investidores são acionistas minoritários.
- Um conselho de diretores que realmente proteja os interesses dos acionistas.
- Uma contabilidade apropriada que dê uma visão real do desempenho da empresa.
- Um processo de votação justo, que permita a consulta dos investidores antes que seja tomada alguma decisão importante na empresa.
- Relatórios que ofereçam uma visão real do futuro da empresa.
- Liberdade para vender a suas ações pelo maior preço oferecido.

Ainda segundo os autores, esses procedimentos de governança corporativa são mecanismos que dão maior segurança ao investidor e aumentam o valor da firma. Os instrumentos oferecidos pela Governança Corporativa são utilizados, particularmente, por investidores que acompanham com especial interesse o sistema de compensação e incentivos implementados pela administração.

Nelson (1999) encontrou evidências sobre a existência de uma relação entre a adoção boas práticas de governança e a performance da empresa. Após análise de uma amostra 1.721 empresas americanas comprovaram a existência de indicativos de correlação entre essas duas variáveis.

Almeida, Almeida e Ness Jr. (2002) investigaram a adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas do setor de telecomunicações brasileiro. Nesta pesquisa de campo coletaram os dados através de questionário nas empresas que possuem ações negociadas na BOVESPA durante do primeiro semestre de 2001. Os dados coletados foram analisados de forma qualitativa e encontram alguma relevância na adoção de boas práticas no setor de telecomunicações.

Comerlato, Terra e Braga (2002) realizaram um estudo sobre a adesão ao Novo Mercado através do estudo de eventos e verificaram que houve uma reação positiva no de mercado de capitais nacional à adesão de empresas de capital aberto ao Nível 1 de governança corporativa. Concluíram que a reação do mercado de ações à adesão formal de uma amostra de 10 empresas ao Nível 1 foi em média estatisticamente insignificante.

Coutinho, Oliveira e Da Motta (2003) discutiram a governança corporativa no Brasil e fizeram uma análise comparativa da rentabilidade do IGC, IBOVESPA e IBX. Concluíram que o IGC não apresentou rentabilidade estatisticamente superior aos outros dois índices.

Em discordância com a análise anterior, Andrade e Rossetti (2004) apresentaram séries históricas no período de dez/2001 a dez/2003, onde concluem que a migração para os níveis diferenciados do governança da Bovespa teve um impacto significativamente positivo sobre a valorização das ações. Neste estudo, a valorização das ações medida pelo IBOVESPA foi de 64% contra 83% do IGC.

Aguiar, Batistella e Corrar (2004) realizaram um estudo comparando as observações anteriores à adesão do Nível 1 de governança com as posteriores, concluíram que não houve mudanças significativas com a migração para um Nível Diferenciado. De acordo com o estudo, não houve mudanças na quantidade, no volume médio e preço médio das ações negociadas. Em outro estudo, Batistella et al.(2004) utilizaram a metodologia de estudo de eventos verificaram que as empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados da Bovespa, não apresentaram retornos anormais positivos superiores aos retornos anormais negativos nos preços das ações. Isto significa a não ocorrência de uma valorização das companhias que adotaram a boa governança.

Lima e Terra (2004) estudaram a reação dos investidores em relação às informações financeiras. Eles mostraram que a adesão aos Níveis Diferenciados da Bovespa não apresentou uma reação diferenciada e significativa por parte do mercado de capitais.

Analisando a exposição do IGC frente as fatores macroeconômicos, Rogers, Ribeiro e Souza (2005b) mostraram que o IGC não foi menos sensível e mais estável que o IBOVESPA em relação aos fatores macroeconômicos. Concluíram os autores que a adesão ao Novo Mercado da Bovespa não reduziu a valorização das ações a fatores macroeconômicos. Em contraponto, Carvalho(2003) encontrou evidências empíricas positivas em relação a exposição das ações que migraram para os Níveis Diferenciados da Bovespa em relação aos fatores macroeconômicos. Vale ressaltar que o autor apresentou significância em apenas uma das análises.

Soares e Soares (2004) investigaram a influência do aumento do nível de proteção aos minoritários, decorrentes da Nova Lei das S. A. e da migração das companhias para os níveis diferenciados da Bovespa, no prêmio das ações ordinárias em relação às preferenciais (prêmio pelo voto). Este estudo buscou verificar a existência de alterações quanto à liquidez e ao prêmio pelo voto das ações ordinárias negociadas no mercado acionário. Foram realizados testes de diferenças de médias e uma análise de dados em grupos. Em relação aos resultados, observou-se o aumento na proteção aos minoritários influenciou o prêmio de voto.

Cicogna, Valle & Toneto Jr. (2004) pesquisaram se adesão das empresas a melhores práticas de governança corporativa, com a ampliação da divulgação das informações e dos compromissos com os financiadores, contribui para maior alavancagem de recursos e para o alongamento do prazo do passivo. A pesquisa analisou o desempenho das empresas que aderiram a padrões diferenciados de governança da Bovespa comparativamente às empresas que continuam fazendo parte do mercado tradicional de negociação, em relação a quadro variáveis: Dívida Bruta/Patrimônio Líquido, Passivo Exigível/Passivo Circulante, Passivo Circulante/Patrimônio Líquido e Exigível a Longo prazo/Patrimônio Líquido. O resultado dos testes mostrou que, controlando-se pelo tamanho das empresas, aquelas que aderiram a níveis superiores de governança ampliaram o seu acesso a dívida junto ao sistema financeiro, sinalizando uma melhoria na captação de recursos, e conseguiram taxas de juros menores e o alongamento do prazo dos financiamentos.

Mendes-da-Silva & Magalhães Neto (2004) realizaram uma pesquisa que objetivou investigar, empiricamente, se a estrutura de governança é diferente entre firmas focadas e diversificadas e ainda, se as diferenças na governança corporativa estão

associadas com alguma perda de valor da firma a partir da diversificação. O estudo consiste em um *cross section* que compreendeu o período de 1997 a 2001 com os dados de 176 empresas de capital aberto listadas na Bovespa. Na conclusão, a análise multivariada revela que o tamanho do Conselho de Administração assim com a participação dos executivos nos lucros da empresa, estão positivamente associados à diversificação da empresa.

Com os resultados obtidos nos diversos estudos, podemos evidenciar que o mercado de capitais vem precificando melhor as companhias que adotam as boas práticas do governança corporativa – transparência, equidade e prestação de contas – que aliadas ao cumprimento das leis, da ética e responsabilidade social proporcionam valores atrativos o suficiente para cada vez mais impulsionar o compartilhamento do poder e do controle nas organizações.

Neste estudo realizou-se uma análise comparativa entre o IGC e IBOVESPA com o objetivo de verificar o impacto da governança no Brasil no período de 2002 a 2005. Observou-se que as empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado da Bovespa apresentaram uma valorização superior, isto é criou-se valor, e esta evidência foi comprovado através de técnicas de regressão e análise de números pareados. Outro aspecto analisado foi à influência dos fatores macroeconômicos (taxa de juros, câmbio e risco-país) no desenvolvimento do mercado de capitais apesar a adoção das boas práticas. No final, conclui-se que a governança corporativa tem um papel fundamental no desenvolvimento do mercado acionário, mas a instabilidade econômica tem uma relação inversamente proporcional a este processo.

### 3. MATERIAL E MÉTODOS

#### 3.1 Tipo de Pesquisa

O presente trabalho tem como objetivo realizar uma pesquisa de investigação explicativa através da análise bibliográfica, análise de regressão linear, análise das observações emparelhadas, análise de correlação e a determinação do coeficiente beta ( $\beta$ ) sobre o tema: **“O impacto da governança corporativa no Brasil: Uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002-2005.”**

Esse tema necessita de uma pesquisa bibliográfica que levante as definições de governança corporativa, as modificações regulatórias sobre o assunto e os casos de sucesso na adoção das boas práticas.

Na análise dos índices do IBOVESPA e o IGC utiliza-se a análise de regressão linear e das observações emparelhadas com o objetivo de verificar a valorização acionária, retornos positivos e a criação de valor. Neste tópico, utiliza-se 870 observações que representam o fechamento dos índices do IGC e IBOVESPA no período de 01/01/2002 a 30/06/2005.

Na Análise do comportamento dos índices macroeconômicos: Risco Brasil, Taxa Selic e Dólar norte-americano em relação ao IGC e IBOVESPA utiliza-se a análise correlação e a determinação do para verificar a sensibilidade desses índices nas oscilações do mercado acionário e na determinação do coeficiente beta ( $\beta$ ). Neste tópico, utiliza-se 870 observações que representam o fechamento dos índices do IGC, IBOVESPA, Risco-Brasil, Taxa SELIC e Dólar norte-americano no período de 01/01/2002 a 30/06/2005.

#### 3.2 Universo da Pesquisa

Os dados utilizados para a realização desta dissertação são descrito a seguir, bem como as suas respectivas fontes:

- IBOVESPA – Valor diário de fechamento do índice Bovespa, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site da BOVESPA;
- IGC - Valor diário de fechamento do índice IGC, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site da BOVESPA.
- Risco Brasil – Valor do *spread* do Risco Brasil, em termos percentuais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do PORTAL BRASIL.
- Taxa SELIC – valor mensal da taxa Selic, em termos percentuais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do BANCO CENTRAL DO BRASIL.
- .Dólar Norte-Americano – Cotação diária de fechamento do dólar norte-americano, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do PORTAL BRASIL.

##### 3.2.1. IBOVESPA: o indicador do mercado acionário brasileiro

O índice Bovespa foi implementado em 1968 e tornou-se um importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do IBOVESPA retratar o comportamento dos principais

papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica.

O IBOVESPA significa o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações desde de sua constituição (02/01/1968). Para a valorização do índice, supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

A finalidade básica do IBOVESPA é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BOVESPA.

Principais características do IBOVESPA:

- **Em termos de liquidez:** As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA.
- **Em termos de capitalização bursátil:** As empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA.

A BOVESPA calcula seu índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote-padrão) com ações componentes de sua carteira.

Sua divulgação é feita pela rede de difusão da BOVESPA e também retransmitida por uma série de "vendors", sendo possível, dessa forma, acompanhar "on line" seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo. O IBOVESPA utiliza uma metodologia de cálculo simples, com seus dados à disposição do público investidor, assegura uma grande confiabilidade ao Índice Bovespa.

A BOVESPA é responsável pela gestão, cálculo, difusão e manutenção do IBOVESPA. Essa responsabilidade assegura a observância estrita às normas e procedimentos técnicos constantes de sua metodologia.

A carteira teórica do IBOVESPA e sua composição no índice podem ser visualizadas no Anexo IV.

### **3.2.2. IGC: O indicador da Governança Corporativa**

O IGC-Índice de Ações com Governança Corporativa- Diferenciada foi implementado em 26/06/2001, tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

Este índice é composto por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

- Ações de novas empresas: Serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

- Ações de empresas já negociadas na BOVESPA: Serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

Segundo Bovespa (2005), uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita. Se a empresa emissora entrar em regime de concordata ou falência, as ações de sua emissão serão excluídas da carteira do índice. No caso de oferta pública que resultar em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado, suas ações serão excluídas da carteira. Nessas eventualidades, serão efetuados os ajustes necessários no índice.

O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e o Banco Central criaram mecanismos que visam a incentivar a aplicação em ações de empresa pertencentes ao índice do IGC. O BNDES incentiva empresas com as quais tem parceria a entrarem no Novo Mercado e Níveis Diferenciados da Bovespa por meio da compra de debêntures. Em 2002, o banco adquiriu 15% das emissões da CCR (Companhia de Concessões Rodoviárias) após a sua adesão ao Novo Mercado. Segundo a política do banco, as empresas que aderem as boas práticas terão riscos menores, logo, merecem financiamentos a juros menores. (VIEIRA e CORREA, 2002).

Outro incentivo importante foi dado pelo Banco Central através do estabelecimento de novas regras para a composição das carteiras dos Fundos de Previdência Privada com incentivo na aplicação em empresas de boa governança corporativa. As novas regras para os fundos de contribuição direta e benefícios definidos evidenciam que o intuito é estimular a compra de ações de empresas que adotam os princípios de governança corporativa. Como exemplo, 35% da contribuição direta podem ser utilizados na compra de ações participantes do mercado tradicional (não participante do IGC). Se a emissão for no Novo Mercado, esta percentual salta para 60% (VIEIRA e CORREA, 2002).

A carteira teórica do IGC e sua composição no índice podem ser visualizadas no Anexo V.

### 3.2.3. Risco Brasil

O Risco País é a sobretaxa que se paga em relação à rentabilidade garantida pelo bônus do Tesouro Norte-americano, Os Estados Unidos da América são considerados o país mais solvente do mundo, ou seja, o país de menor risco. Outra definição, é um índice denominado EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) que mede o grau de “perigo” que um país representa para um investidor estrangeiro. Este indicador se concentra nos países emergentes. Na América Latina, os índices mais significativos são aqueles relativos às três maiores economias da região – México, Brasil e Argentina. A comparação desse indicador com outros países, tais como Rússia, Filipinas, África do Sul e outros. Também são considerados no cálculo do índice.

A expressão "risco país" entrou para a linguagem cotidiana do noticiário econômico, principalmente em países que vivem em clima de instabilidade, como o Brasil e a Argentina. O "risco país" é um indicador que tenta determinar o grau de instabilidade econômica de cada país. Desta forma, se tornou decisivo para o futuro dos países emergentes.

No caso do Risco Brasil, O C-Bond é o título representativo em relação aos demais títulos soberanos. Ou seja, tecnicamente o Risco Brasil é medido pelo *spread*(sobretaxa) entre o C-Bond e T-Bond.

O risco país é calculado por agências de classificação de risco e por bancos de investimentos. O J. P. Morgan, banco de investimento norte-americano, foi a primeira instituição a fazer esse tipo de classificação. Esta instituição analisa o rendimento dos instrumentos de dívida de um determinado país, principalmente a taxa de juros que o país pretende remunerar os aplicadores em títulos da dívida pública.

O prêmio pretendido pelos investidores em relação ao C-Bond, que tem o valor de face de US\$ 1,00 (um dólar norte-americano), os analistas financeiros utilizam modelos estatísticos e matemáticos que leva em consideração a inflação do país, o volume das reservas cambiais, a dívida externa, o nível do déficit fiscal, o crescimento da economia, o comportamento das exportações e a situação política do país. Todos esses fatores têm influência sobre a capacidade de um país assumir e cumprir os compromissos financeiros contratados no exterior, ou seja, sem recorrer a qualquer tipo de moratória.

As medidas de endividamento utilizadas como indicadores de moratória compreendem os quatros índices listados a seguir por MOREIRA & ROCHA (2003):

1. Índice sobre a capacidade de honrar a dívida externa =  $(\text{Dívida Externa} - \text{Reservas}) / \text{Valor total das exportações acumuladas nos últimos 12 meses}$ .
2. Índice de esforço para servir a dívida externa =  $(\text{Dívida Externa} - \text{Reservas}) / \text{Índice do produto industrial acumulado nos últimos 12 meses}$ .
3. Índice de esforço para servir a dívida interna =  $\text{Dívida Interna Líquida do setor público deflacionado pelo IGP\_DI} / \text{Índice do produto industrial acumulado nos últimos 12 meses}$ .
4. Índice de liquidez externa do país =  $\text{Dívida Externa} / \text{Reservas Internacionais}$ .

Os índices 1 e 2 representam o grau de esforço em servir a dívida externa. O índice 3 refere-se à dívida pública interna. O índice 4 representa o grau de liquidez externa do país. Analisando esses indicadores, conclui-se que o balanço de pagamentos e o equilíbrio fiscal são dois fatores fundamentais da economia, cujos desequilíbrios líquidos afetam diretamente o Risco Brasil.

A conversão do risco país é muito simples: 100 unidades equivalem a uma sobretaxa de 1%. Quando o noticiário informa que o Risco Brasil está 450 pontos, isto significa que os títulos brasileiros tem uma sobretaxa de 4,5% de face. Esta informação indica ao investidor o preço de se arriscar a fazer negócios em um determinado país de atrair investimentos estrangeiros. Para tornar o investimento atraente, o país tem que elevar as taxas de juros que remuneram os títulos representativos da dívida e sem provocar desconfiança dos aplicadores. Quando um país se torna “perigoso”, a principal consequência é a retração do fluxo de investimentos externos e isto acarreta um desequilíbrio nas contas externas, e geralmente reduz o crescimento econômico, quando não leva a recessão e agrava dos problemas sociais, tais como o desemprego.

O Risco Brasil é um “termômetro” das expectativas de curto prazo dos investidores. As exportações representam uma fonte de receitas para o atendimento do serviço da dívida externa. Aumentá-la pode representar um saída para a melhora desse indicador.

#### **3.2.4. Taxa SELIC**

Segundo o BANCO CENTRAL (2005), a taxa SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia- é divulgada pelo COPOM (.Comitê de Política Monetária) e tem

vital importância na economia, pois as taxas de juros cobradas pelo mercado são balizadas pela taxa SELIC. Assim, se a taxa anual estiver em 19,75% e a inflação do mesmo período foi de 6%, a taxa de juro real anual foi de 13,75% (a diferença).

A taxa *overnight* expressa na periodicidade anual, é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas. É a taxa básica utilizada como referência pela política monetária.

As séries são divulgadas em base mensal (a taxa *overnight* acumulada e a taxa mensal) para os dados do ano atual e anterior, e em base anual para os três anos anteriores. As seguintes taxas são também divulgadas: CDI (certificados de depósito interbancário), TR (taxa referencial) e TBF (taxa básica financeira).

Os dados abrangem os títulos do governo federal de curto, médio, e longo prazo emitidos pelo Tesouro ou pelo Banco Central, negociados e registrados no SELIC.

A taxa SELIC é dada pela média diária ponderada pelo volume das operações, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\mu = \frac{\sum_{i=1}^n VE_i \cdot DI_i}{\sum_{i=1}^n VE_i}$$

onde:

$\mu$  = taxa média apurada.

$DI_i$  = Taxa da  $i$ -ésima operação.

$VE_i$  = Valor de emissão da  $i$ -ésima operação.

$n$  = número de operações na amostra.

Segundo Franco (2005), a dura realidade do mercado de capitais no Brasil tornaram um terreno demarcado para a colocação de papéis do governo. As elevadas taxas de juros induzem os investidores institucionais a investir em títulos do governo. Esta política impede o pleno desenvolvimento do mercado de capitais apesar dos avanços na regulamentação e legislação, observa-se que os investidores estão acostumados a carregar a dívida pública, pois a mesma oferece boa rentabilidade, baixo risco e liquidez imediata e não possuem incentivos para buscar títulos públicos mais longos, ainda que mais rentáveis. O Brasil precisa empreender esforços para o alongamento da dívida pública, esta mudança de perfil poderá proporcionar uma política monetária com juros menores no curto prazo e com juros mais administráveis. Esses dois elementos podem impulsionar o mercado de capitais de tal forma a criar uma nova fonte de financiamento para a economia brasileira.

### 3.2.5. Mercado de câmbio: o dólar norte-americano.

O câmbio é definido como toda a operação em que há troca de moeda nacional por moeda estrangeira ou vice versa. No Brasil, toda a operação de câmbio deve ser efetuada por meio de contrato de câmbio, tendo sempre como uma das partes, uma



instituição autorizada a operar câmbio pelo Banco Central, que venderá ou comprará a moeda estrangeira.

No Brasil, o mercado de câmbio é dividido em dois segmentos:

- Livre/(ou comercial) – Onde são realizadas as operações decorrentes do comércio exterior (exportação e importação); transferências financeiras; investimentos externos; pagamento e recebimento de serviços e outros.
- Flutuante/(ou turismo) – Onde são realizadas as operações decorrentes do turismo internacional; doações, heranças, pensões, tratamento de saúde e outros.

O contrato de câmbio é um instrumento por intermédio do qual se efetua a operação de câmbio. Nele, consta a moeda estrangeira e a taxa contratada para a operação, como o valor correspondente em moeda nacional.

No mercado de câmbio somente as instituições autorizadas pelo Banco Central. No segmento livre (ou comercial) é restrito aos bancos autorizados e ao Banco Central. No segmento flutuante (ou turismo) é permitida a operação das agências de turismo, corretoras, distribuidoras de títulos e valores mobiliários e outros agentes autorizados.

O SISBACEN(Sistema de Informações Banco Central), implementado em 1985, é um sistema eletrônico de coleta, armazenagem e troca de informações que liga o Banco Central aos agentes do sistema financeiro nacional. Este sistema possibilita ao Banco Central o acompanhar a atuação dos bancos instalados no país.

Pela Lei 4.131 de 1962 compete ao Banco Central o monopólio sobre toda moeda estrangeira transacionada no mercado de câmbio. Na prática, o Banco Central autoriza bancos e outras instituições a operar nesse mercado e estabelece as regras a serem observadas por todos. Compete o Banco Central fiscalizar o mercado de câmbio, podendo punir dirigentes e instituições, mediante multas, suspensões e outras sanções previstas na legislação.

Até janeiro de 1999, vigorava o regime de bandas cambiais em que o Banco Central estabelecia faixas de flutuação para o dólar norte-americano. A partir desta data, por meio do Comunicado n.º 6.565, o Banco Central permitiu o mercado estabelecer livremente a taxa de câmbio, podendo intervir de forma ocasional e limitada com o objetivo de conter os movimentos bruscos das taxas praticadas. Por isto, o Banco Central monitora as operações de câmbio diariamente e atua diretamente no controle cambial do comércio exterior, cobrando o ingresso da moeda estrangeira para os respectivos embarques de exportação e a comprovação da internação da mercadoria relativa aos pagamentos das importações.

### **3.3 Tratamento dos dados**

Na análise de dados, utilizam-se as técnicas de análise de variância, regressão e correlação. Na regressão busca-se uma função que melhor represente a relação entre as variáveis IGC e IBOVESPA e assim, comprovar a valorização acionária das empresas que adotam as boas práticas em relação às companhias não listadas nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado. Na correlação mensura-se a relação entre as variáveis IGC, IBOVESPA, Risco Brasil, Taxa SELIC e Dólar Norte-Americano, buscando entender quanto da variação das variáveis (Risco, taxa Selic e Dólar) independente pode estar explicando a variação da variável (IGC e IBOVESPA) dependente.

### 3.3.1 Análise de Regressão Linear

Segundo Stevenson (1981), a regressão linear consiste numa tentativa de estabelecer uma equação matemática linear (linha reta) que descreva o relacionamento entre duas variáveis.

A finalidade da equação de regressão será estimar os valores de uma variável com base em valores conhecidos de outra.

A equação linear possui duas características da equação linear que são coeficiente angular da reta e o intercepto com o eixo Y e possui a seguinte representação:

$$y = a + bx$$

Onde **a** e **b** são valores que determinam com base nos dados amostrais; **a** é o intercepto da reta quando  $x = 0$  e o **b** é o coeficiente angular. A variável **y** é a variável que deve ser predita, e **x** é o valor preditor. A equação  $y = a + bx$  intercepta o eixo do **y** quando  $y = a$  ou  $b = 0$ . O coeficiente angular da reta, **b**, indica a variação do **y** por unidade de variação de **x**.

A determinação da equação matemática objetiva-se comprovar uma relação entre as variáveis **x** e **y**. Os valores de **y** são preditos com base em valores dados ou conhecidos de **x**. A variável **y** é chamada de *dependente*, e variável **x** de *independente*.

O método mais utilizado para ajustar uma linha reta a um conjunto de pontos é conhecido como a técnica dos mínimos quadrados. A reta resultante tem duas características importantes:

- A soma dos desvios verticais dos pontos em relação à reta é igual à zero.
- A soma dos quadrados desses desvios é mínima.

Simbolicamente, o valor que é minimizado é:

$$\Sigma (y_i - y_c)^2$$

Onde:

$y_i$  - Valor observado de **y**

$y_c$  - Valor calculado de **y** utilizando-se a equação dos mínimos quadrados com o valor de **x** corresponde a  $y_i$

Esta técnica será utilizada para determinar uma reta ajustada as cotações do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005 com objetivo verificar a incidência de rentabilidade superior entre as empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa.

### 3.3.2 Análise de Observações Emparelhadas

Segundo Bussab & Morettin (1987), quando se compara as médias de duas populações, pode ocorrer uma diferença significativa por causa de fatores externos não controláveis. Assim, a diferença seria devida a esses fatos. Um modo de contornar este problema é coletar as observações em pares, de modo que os dois elementos de cada par sejam homogêneos em todos os sentidos, exceto no que diz respeito ao fator que se quer comparar.

Na formulação geral da comparação de duas médias, tem-se duas amostras,  $X_1, X_2, \dots, X_n$  e  $Y_1, Y_2, \dots, Y_n$ . Com as observações emparelhadas, a amostra é formada por pares.

$$(X_1, Y_1), (X_2, Y_2), \dots, (X_n, Y_n)$$

Define-se a variável como:

$$D = X - Y$$

Consequentemente, teremos a amostra

$$D_1, D_2, \dots, D_n$$

Supõe-se que  $D : N(\mu_D, \sigma^2)$

Define-se que a distribuição t de Student, com  $n - 1$  graus de liberdade. Verifica-se que:

$$\mu_D = E(D) = E(X - Y) = E(X) - E(Y) = \mu_x - \mu_y$$

Ou seja, qualquer afirmação sobre os parâmetro  $\mu_x - \mu_y$  corresponde a uma afirmação sobre o parâmetro  $\mu_D$

Esta técnica será utilizada para comparar as rentabilidade diárias do IGC e IBOVESPA que objetiva verifica a incidência de retornos anormais positivos em relação aos negativos e comprovar que a diferença de rentabilidade entre o IGC e IBOVESPA é mérito da adoção das boas práticas de governança corporativa.

### 3.3.3 Análise de Correlação

Segundo Stevenson (1981), o objetivo do estudo correlacional é a determinação da força do relacionamento entre duas observações emparelhadas. O termo “correlação” significa literalmente “co-relacionamento”, pois indica até que ponto os valores de uma variável estão relacionados com os da outra.

O grau de relacionamento entre duas variáveis contínuas é sintetizado por um coeficiente de correlação conhecido como “**r de Pearson**”, em homenagem ao grande matemático Karl Pearson, que desenvolveu a técnica. Essa técnica só é válida se pudermos levantar certas hipóteses um tanto rígidas. As hipóteses são:

- Tanto x como y são variáveis aleatórias contínuas. Tanto y como x devem variar livremente.
- A distribuição da frequência conjunta é normal, isto significa a distribuição de valores dos pares x, y.

O coeficiente de correlação tem duas propriedades que caracterizam a natureza de uma relação entre duas variáveis. Uma é o sinal ( + ou - ) e a outra é a sua magnitude. O sinal é o mesmo que o coeficiente angular de uma reta imaginária e a magnitude de r indica quão próximos da “reta” estão dos pontos ( x, y ). Algumas características de r:

- O valor de r varia de -1,00 a + 1,00.

- Um relacionamento positivo entre duas variáveis (  $r > 0$  ) indica que a valores altos(baixos) de uma das variáveis, correspondem a valores altos (baixos) da outra.
- Um relacionamento negativo entre duas variáveis (  $r < 0$  ) indica que a valores altos(baixos) de uma das variáveis, correspondem a valores baixos (altos) da outra.
- O sinal de  $r$  é sempre o mesmo sinal de  $b$ , o coeficiente angular de uma reta ajustada para os dados.
- Um relacionamento onde  $r = 0$  indica que alguns valores altos estão em correspondência com os valores baixos e outros estão em correspondência com valores altos.

A interpretação do  $r$  objetiva determinar se há algum relacionamento estatístico entre duas variáveis. Para obter uma informação mais precisa e significativa, utiliza-se o  $r^2$  como coeficiente de determinação que o grau de variação de uma variável é explicada estatisticamente pela variação na outra variável.

A análise de correlação foi utilizada para verificar a existência de algum relacionamento do IGC e IBOVESPA em relação aos fatores macroeconômicos (taxa Selic, Câmbio, Risco - Brasil) no período de 2002-2005.

### **3.3.4 Análise do coeficiente beta ( $\beta$ ) entre o IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Câmbio e Risco-país.**

Segundo Gitman (1984), o risco de qualquer título ou ativo consiste em dois componentes – risco diversificável e o risco não-diversificável. O risco diversificável representa a parcela do risco de um ativo que pode ser eliminada pela diversificação. Este resulta de eventos não-controláveis, tais como: greves, processos, ações regulatórias, perda de clientes especial e assim por diante. O risco não diversificável é atribuído as forças que afetam todas as empresas. Fatores como guerra, inflação, incidentes internacionais e eventos políticos, que motivam o risco não-diversificável.

O cálculo do coeficiente beta objetiva-se avaliar o risco não-diversificável de um ativo. O coeficiente beta pode ser visto como o índice do grau de conformidade ou comovimento de retorno de uma ativo com o retorno do mercado. Pode-se calcular o coeficiente beta de um ativo examinando-se os retornos históricos do ativo em relação ao retorno de mercado.

Utilizando beta como o índice de risco não-diversificável, o modelo de precificação de ativos financeiros é dado da seguinte forma:

$$K_j = R_f + \beta_j * (K_m - R_f)$$

Onde:

$K_j$  - Retorno exigido de um ativo

$R_f$  - Taxa de retorno exigida de um ativo livre de risco

$\beta_j$  - Coeficiente beta ou índice de risco não-diversificável do um ativo

$K_m$  - Taxa interna de retorno exigida da carteira do mercado de ativos, vista como taxa de retorno médio de todos os ativos.

Na apuração dos resultados do coeficiente podem ser obtidas as seguintes análises:

$\beta > 0$  – Move na mesma direção do mercado e representa uma relação proporcional ao grau de risco do ativo.

$\beta = 0$  – Não afetado pelo movimento do mercado.

$\beta < 0$  - Move na direção oposta ao mercado e representa uma relação inversamente proporcional ao grau de risco do ativo.

No cálculo do coeficiente, a medida relevante de risco para uso da equação da reta de mercado dos títulos (SML) é o coeficiente beta ( $\beta$ ) do ativo, que mede a volatilidade de um ativo com relação à uma carteira de ativos.

O risco de mercado de um ativo é medido por sua tendência de movimentar-se em relação ao mercado em geral. O procedimento para determinar o risco de mercado de um ativo utiliza os retornos históricos de um ativo em relação ao retorno de mercado de um outro. Na utilização dessas séries determina-se uma reta de regressão.

A equação  $Y = a + \beta X$  é a forma-padrão de uma reta de regressão linear simples. A reta afirma que a variável dependente  $Y$  é igual a uma constante,  $a$ , mais  $\beta$  vezes  $X$ , onde  $X$  é a variável “independente”. Assim, a taxa de retorno de um ativo durante um dado período de tempo depende do que acontece com o outro indicador.

Em geral, a equação da regressão é obtida por uma análise ordinária da regressão dos mínimos quadrados,

A técnica de cálculo do coeficiente beta será para verificar o impacto dos fatores macroeconômicos (taxa Selic, Câmbio, Risco - Brasil) nos retornos diários do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005.

## 4. RESULTADO E DISCUSSÃO

Nesta seção apresenta-se os índices acionários dos IGC e IBOVESPA. Na análise de cada indicador, realizaremos os estudos estatísticos:

- Regressão linear.
- Análise das observações emparelhadas.
- Estatística descritiva.
- Correlação.
- Análise de coeficiente  $\beta$ .

Na regressão linear, convertem-se o fechamento diário de 02/01/2005 pelo fator 100 de ambos os índices. Assim verificaremos o impacto da adoção das boas práticas no mercado acionário, principalmente no que se refere à valorização acionária.

Finalizando, abordaremos os limites impostos pela conjuntura econômica brasileira através de uma matriz de correlação entre o IGC, IBOVESPA, Risco Brasil, Taxa SELIC e Câmbio para observamos o impacto da vulnerabilidade econômica do Brasil no desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente no acionário.

### 4.1. Comparativo entre IGC X IBOVESPA

Na adoção das boas práticas, a empresa avança para um estágio superior de governança melhora a qualidade das informações prestadas pela companhia, bem como estabelece certo grau de segurança para os acionistas, principalmente para os minoritários. Ao estabelecer os Níveis Diferenciados e o Novo Mercado, a BOVESPA pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis possibilitam a criação de valor através da valorização das ações.

O IGC – Índice de Governança Corporativa mensura o desempenho de uma carteira teórica composta por ações das empresas que apresentam Níveis de Governança Corporativa (Nível I, Nível II e Novo Mercado). Somente as empresas que voluntariamente optam por esses estágios compõem este indicador.

O IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo - mensura o desempenho de uma carteira teórica composta por ações das principais empresas e por isto, é o principal referencial do mercado acionário nacional.

Neste tópico, analise-se a série de fechamentos diários do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005 com o objetivo de analisar, observar e comparar a sua rentabilidade, retorno risco e a criação de valor. Para confrontá-los, converteram-se o fechamento diário de seus índices em 02/01/2002 por 100 e este valor será reajustado conforme a variação do mercado até o dia 30/06/2005.

TABELA 1 – VARIÇÃO ACUMULADA DOS ÍNDICES NO PERÍODO 2002-2005

Índice	06/2002	12/2002	06/2003	12/2003	06/2004	12/2004	06/2005
IGC	-4,41%	-,26%	12,64%	79,24%	72,70%	147,20%	143,52%
IBOVESPA	-19,70%	-19,77%	-7,48%	60,30%	52,46%	88,84%	80,59%

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 1, O IGC evidencia retornos superiores em relação ao IBOVESPA em todos os períodos. Esses resultados demonstram uma clara tendência de que as empresas com práticas de governança corporativa tendem a apresentar uma melhor rentabilidade em relação as empresas que não optaram em se adequar a tais critérios.

Na Tabela 2, apresenta-se um resumo analítico do conjunto de dados coletados referentes ao fechamento diário convertido do IGC e IBOVESPA no período desta investigação.

TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA – IGC X IBOVESPA

	IGC	IBOVESPA
Média	151,491	125,730
Erro padrão	1,904	1,434
Mediana	140,084	121,615
Modal	86,365	74,978
Desvio padrão	56,161	42,283
Variância da amostra	3.154,054	1.787,844
Curtose	-0,950	-1,470
Assimetria	0,553	0,143
Intervalo	209,271	151,994
Mínimo	75,895	60,343
Máximo	285,166	212,337
Soma	131.797,098	109.385,161
Contagem	870	870

Fonte: Dados da pesquisa

Neste período, observa-se que IGC tem possui uma distribuição mais dispersa que o IBOVESPA e há certa proximidade entre os valores mínimo, modal, mediana e um grande discrepância nos outros dados. Isto significa que nos momentos críticos ambos os índice são afetados pelas as mesmas variáveis, mas quando temos certa estabilização econômica, o IGC tem um melhor desempenho em relação ao IBOVESPA.

Com relação às medidas de dispersão, observamos as seguintes informações:

- Com relação ao coeficiente, ambos os índices possuem uma grande dispersão dos dados. Mas o IGC é mais disperso por que possui 37% de coeficiente de variação contra 33% do IBOVESPA.
- Com relação à assimetria, ambos os índices apresentam uma distribuição assimétrica positiva ( $AS > 0$ ), sendo o IBOVESPA mais assimétrico.
- Com relação à curtose, ambos os índices apresentam um distribuição platícúrtica ( $K < 0,263$ ), mas o IGC apresenta uma distribuição mais achatada por causa da dispersão dos dados.
- Com relação ao erro padrão, O IGC apresenta um número ligeiramente superior ao IBOVESPA, 20,318 contra 17,836, o que denota uma maior dispersão nos dados o que reduz as estimativas em relação ao IBOVESPA. Vale ressaltar que a dispersão dos dados foi comprovada pelo coeficiente de variação.

Para o comparativo dos índices, a regressão foi realizada com base na conversão (02/01/2002 = 100) dos fechamentos diários dos índices como variáveis dependentes e nos respectivos coeficientes betas como variável independente da equação. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

TABELA 3 – ANÁLISE DE REGRESSÃO – IGC X IBOVESPA

Estatística de regressão		IGC	IBOVESPA		
R múltiplo		0,932355	0,90685319		
R-Quadrado		0,869285	0,822382707		
R-quadrado ajustado		0,869134	0,822177843		
Erro padrão		20,31827	17,83672472		
Observações		869	869		
IGC	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores
Interseção	60,58755	1,382071897	43,83820311	3,6065E-222	57,87495065
Coefficiente	0,20863	0,002747566	75,9326258	0	0,203237209
IBOVESPA	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores
Interseção	59,13015	1,213274111	48,73601702	1,5221E-250	56,74884991
Coefficiente	0,15282	0,002411995	63,35835756	0	0,148085993

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 3, observamos que ambos os índices possuem um coeficiente de correção e de determinação significantes, mas os coeficientes do IGC são superiores ao do IBOVESPA que demonstra uma melhor explicação das variáveis independentes através do modelo. O coeficiente de angular das retas de regressão do IGC e IBOVESPA mostra um valor positivo o que significa que as ações foram rentáveis no período e possibilitaram a criação de valor para ambos os índices. As equações da reta do IGC e IBOVESPA são dadas pelas seguintes expressões:

$$Y = 60,58 + 0,2083X \text{ (IGC)} / Y = 59,13 + 0,1528X \text{ (IBOVESPA)}$$

Os resultados indicam que ambas as retas têm consistente na explicação na explicação do modelo, mas o IGC é mais consistente.

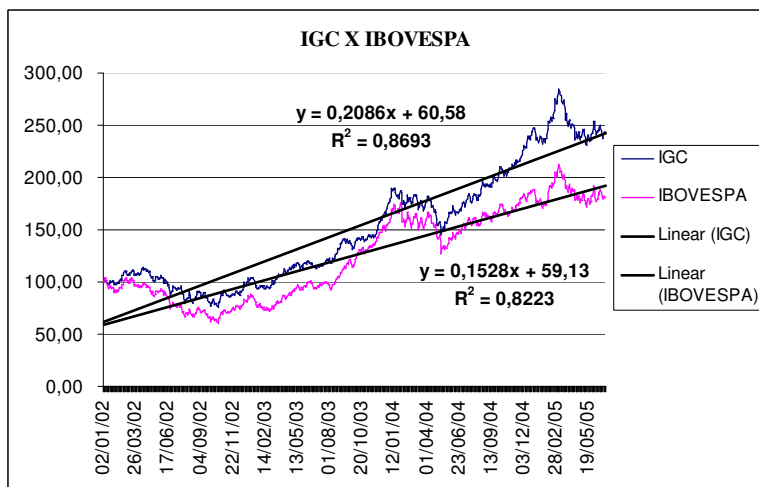


Gráfico 1 – Fechamentos diários, convertidos em base 100, do IGC e IBOVESPA.

Fonte: BOVESPA (2005).

No gráfico 1, se confronta a evolução dos índices do IGC e IBOVESPA. Observa-se uma forte correlação entre dos índices e a diferença entre as curvas decorrem do coeficiente de angular da reta do ICG ser superior ao IBOVESPA, o que comprova um retorno superior e a criação de valor.



No gráfico 1, exibe as observações amostrais do IGC e IBOVESPA e suas respectivas retas de regressão. Ao comparar as amostras com a reta, note-se empiricamente uma relação entre ambos. A existência da relação entre x e y possibilita a determinação de uma equação da reta de regressão que explica os dados. Com objetivo que validar o relacionamento do x e y em relação às equações obtidas, utilizou-se o estudo da interferência do coeficiente angular. Objetiva-se testar os relacionamentos criados pelas equações lineares do IGC e IBOVESPA a fim de observar a sua significância.

Se não há relacionamento (as variáveis x e y não são explicadas pela equação de regressão):

**$H_0$  : B igual 0 (zero)**

Se há relacionamento (As variáveis x e y são explicadas pela equação de regressão):

**$H_1$  : B diferente 0 (zero)**

TABELA 4 – INTERFERÊNCIA ANGULAR PARA IGC/IBOVESPA.

	B	$\sigma$	T	$T_{,05}$
IGC	0,2083	0,002747	75,94	1,96
IBOVESPA	0,1528	0,002411	63,68	1,96

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 4, observa-se que o IGC e o IBOVESPA possuem B diferente 0 (zero) e assim rejeita-se  $H_0$  e há relacionamento para ambos os índices. No teste de significância observa-se que o T para ambos os índices é um número positivo e alto o que confirma o relacionamento entre as variáveis e validam definitivamente as retas de regressão do IGC e do IBOVESPA.

Após os testes de significância do coeficiente angular, estabelece-se um intervalo de confiança para o verdadeiro B para ambas as equações onde:

TABELA 5 – INTERVALO DE CONFIANÇA PARA IGC/IBOVESPA.

	B	$\sigma$	N-2	$T_{,05}$	Intervalo
IGC	0,2083	0,002747	868	1,96	$0,2029 < B < 0,2137$
IBOVESPA	0,1528	0,002411	868	1,96	$0,1481 < B < 0,1575$

Fonte: Dados da pesquisa

O intervalo de confiança atende a uma finalidade dupla. Indica o intervalo provável em que o verdadeiro valor pode estar, mas também pode ser usado para testar a significância de um coeficiente angular amostral. Se um intervalo de confiança para B inclui o 0 (zero), isso equivaleria a um teste de significância em que  $H_0$  : B = 0(zero) não pode ser rejeitada. Se  $H_0$  especifica algum valor diferente de 0(zero) e este valor está incluído no intervalo de confiança, então a alegação não pode ser rejeitada.

Na Tabela 5, observa-se que os intervalos de confiança de B para as equações lineares do IGC e IBOVESPA não incluem o B=0(zero) nos intervalos o que evidencia e comprova o relacionamento do x e y para ambas as retas.

Na análise de observações emparelhadas, objetiva-se comprovar a significância dos retornos diários desses índices como a sua criação de valor.

Com relação aos retornos diários, a Tabela 1 evidencia retornos positivos do IGC em relação ao IBOVEPSA durante todo o período de 2002-2005. Desta forma,

tem-se a hipótese que o IGC apresenta retornos positivos em relação ao IBOVESPA e assim, objetiva-se comprovar este fato a um nível de significância de 5%.

No teste de hipótese, tem-se o seguinte quadro:

$$\begin{aligned} H_0 &: \mu_{IGC} = \mu_{Ibovespa} \\ H_1 &: \mu_{IGC} > \mu_{Ibovespa} \end{aligned}$$

No teste estatístico, os retornos diários do IGC e IBOVESPA serão tratados como variáveis emparelhadas. Admite-se que, sob  $H_0$ , a diferença de tempo segue uma distribuição de t de *Student*. Devido a  $H_1$  e aos diversos níveis, deve-se encontrar o  $T_c$ , tal que  $P(T > T_c)$ , na distribuição encontra-se as seguintes regiões críticas:

$$RC(5\%) = 1,960$$

No cálculo da amostra, obtêm-se os seguintes dados:

Média = 0,000304  
Variância = 0,000074  
Desvio-padrão = 0,008614  
Observações = 870

Logo,  $T = 1,040402$ . Aceita-se  $H_0$  e neste nível de significância não há comprovação estatística que evidencie os retornos superiores do IGC em relação ao IBOVESPA.

Com relação a criação de valor, criou-se um título lastreado com a carteira do IGC e do IBOVESPA. Neste caso, os retornos diários são acumulados diariamente e tem-se a hipótese que o título lastreado pelo IGC apresentará um valor acumulado superior em relação ao título lastreado pelo IBOVESPA a um nível de significância de 5%

No teste de hipótese, tem-se o seguinte quadro:

$$\begin{aligned} H_0 &: \mu_{IGC} = \mu_{Ibovespa} \\ H_1 &: \mu_{IGC} > \mu_{Ibovespa} \end{aligned}$$

No teste estatístico, os papéis do IGC e IBOVESPA serão tratados como variáveis emparelhadas. Admite-se que, sob  $H_0$ , a diferença de tempo segue uma distribuição de t de *Student*. Devido a  $H_1$  e aos diversos níveis, deve-se encontrar o  $T_c$ , tal que  $P(T > T_c)$ , na distribuição encontra-se as seguintes regiões críticas:

$$RC(5\%) = 1,960$$

No cálculo da amostra, obtêm-se os seguintes dados:

Média = 25,7608  
Variância = 311,7072  
Desvio-padrão = 17,6552  
Observações = 870

Logo,  $T = 43,0374$ . Rejeita-se  $H_0$  e neste nível de significância há comprovação estatística que evidencie a criação de valor de um título lastreado pelo IGC em relação ao IBOVESPA.

#### 4.2. Análise de Correlação: IGC, IBOVESPA, Risco-país, Taxa Selic e Câmbio.

Neste período, a análise será realizada de 02/01/2002 a 30/06/2005, considerando as médias de cada um dos indicadores. Vale ressaltar que este tópico se baseará essencialmente na apresentação da matriz de correlações entre os seguintes indicadores: IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Risco Brasil e Câmbio. No estudo da correlação, o coeficiente mede o grau de relacionamento linear entre as variáveis X e Y em uma amostra. Este número mostra a existência de uma correlação entre duas variáveis, o que significa a intensidade de relacionamento de uma variável com a outra.

A escala do coeficiente de correlação varia entre -1 e 1, sendo a maior a intensidade da relação quando mais perto de 1, o que significa uma correlação positiva. Isto quer dizer quando a variável oscila numa direção (aumenta ou diminui), a outra segue o mesmo sentido. No caso inverso, quando mais perto de -1, a outra variável segue o sentido inverso.

A relação entre as variáveis consideradas neste tópico para o referido período está na matriz de correlação da Tabela 6 apresentada abaixo:

TABELA 6 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO – IGC, IBOVESPA, RISCO, TAXA SELIC E CÂMBIO.

	IGC	IBOVESPA	Dólar	Risco	Selic
IGC	1,0000	0,9749	-0,4375	-0,7650	-0,4189
IBOVESPA	0,9749	1,0000	-0,4607	-0,8236	-0,5251
Dólar	-0,4375	-0,4607	1,0000	0,6330	0,3054
Risco	-0,7650	-0,8236	0,6330	1,0000	0,2487
Selic	-0,4189	-0,5251	0,3054	0,2487	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa

O IGC mensura a valorização acionária das companhias participantes dos Níveis Diferenciados e Novo Mercado da BOVESPA e é o referencial acionário das empresas que adotam a governança corporativa.

O IBOVESPA mensura a valorização das companhias negociadas na BOVESPA e é a referência do mercado acionário nacional e latino-americano.

O câmbio representa a cotação do dólar norte-americano e a sua oscilação está relacionada à balança de pagamentos e ao fluxo de capitais externos.

O Risco Brasil é a sobretaxa que se paga em relação à rentabilidade paga pelo bônus do Tesouro Norte-Americano. Sua precificação leva em conta vários aspectos econômicos e o seu aumento significa o risco de um país declarar uma moratória.

A taxa SELIC é a taxa básica da econômica brasileira e sua elevação representa o aperto monetário que visa à estabilidade dos preços e o financiamento do déficit do governo.

Conforme a Tabela 6, o IGC apresenta uma elevada correlação com o IBOVESPA (0,9749). Com relação entre ao câmbio, o coeficiente de correlação negativa evidencia o valor de -0,4375. Nota-se a forte correlação negativa com o Risco Brasil que é de -0,7650. Se considerar a taxa SELIC, o coeficiente é de -0,4189, que é a menor correlação do IGC.

Em relação ao IBOVESPA, todos os coeficientes apresentam uma maior intensidade que o IGC e os valores  $-0,4607$ ,  $-0,8236$  e  $-0,5251$  respectivamente apresentam as correlações com o câmbio, Risco Brasil e taxa Selic.

Observa-se que todos os indicadores econômicos apresentam uma correlação negativa de média para alta com os índices do mercado acionário. Quando temos um aumento desses indicadores, os índices do mercado acionário geralmente diminuem.

Comparando os resultados obtidos na matriz de correlação da Tabela 6, podemos evidenciar os seguintes aspectos:

- Existe uma elevada correlação negativa entre o Risco Brasil e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.
- Existe uma média correlação negativa entre o câmbio e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.
- Existe uma média correlação negativa entre a taxa SELIC e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.

Analisando a tabela 6, observamos que a correlação existente entre o IGC e IBOVESPA em relação ao Risco Brasil, Taxa SELIC e Câmbio, no período de janeiro de 2002 a junho de 2005 demonstram os riscos da economia brasileira estão correlacionados negativamente com o mercado de ações. Conclui-se que o desenvolvimento do mercado de capitais possui uma relação proporcional a estabilidade econômica.

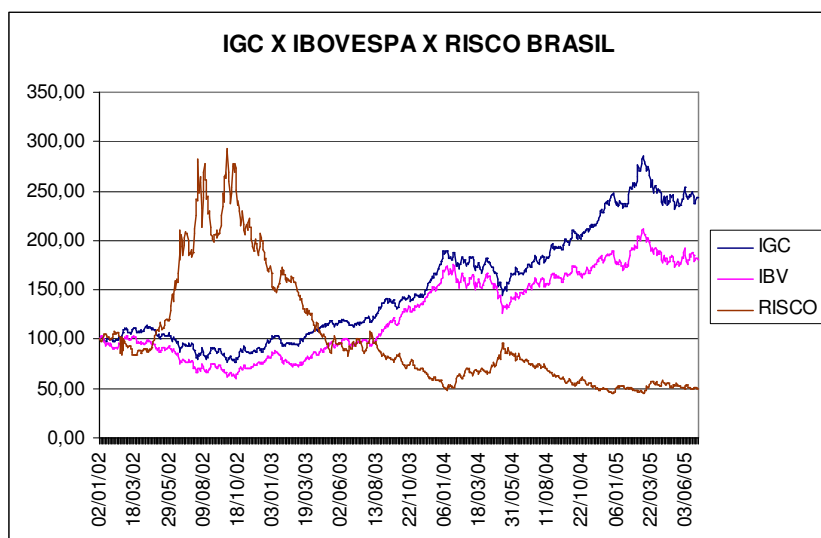


Gráfico 2 – Fechamentos diários, convertidos em base 100, do IGC, IBOVESPA e Risco Brasil.

Fonte: BOVESPA (2005)

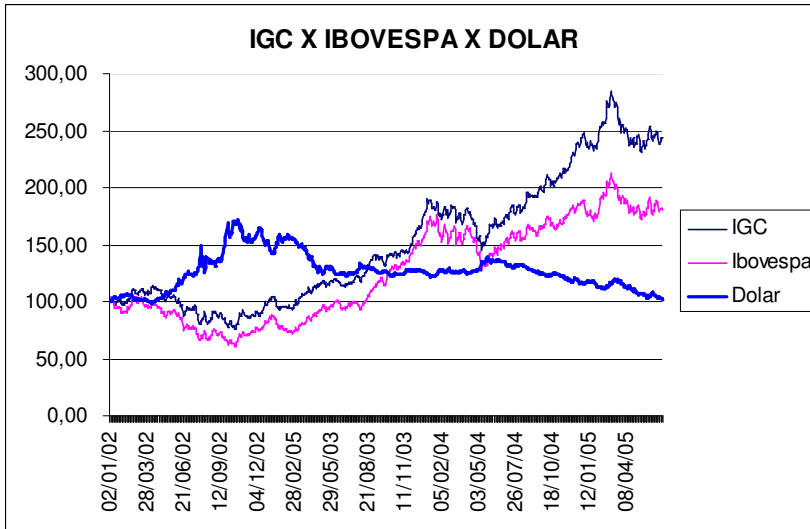


Gráfico 3 – Fechamentos diários, convertidos em base 100, do IGC, IBOVESPA e Dólar.

Fonte: BOVESPA (2005)

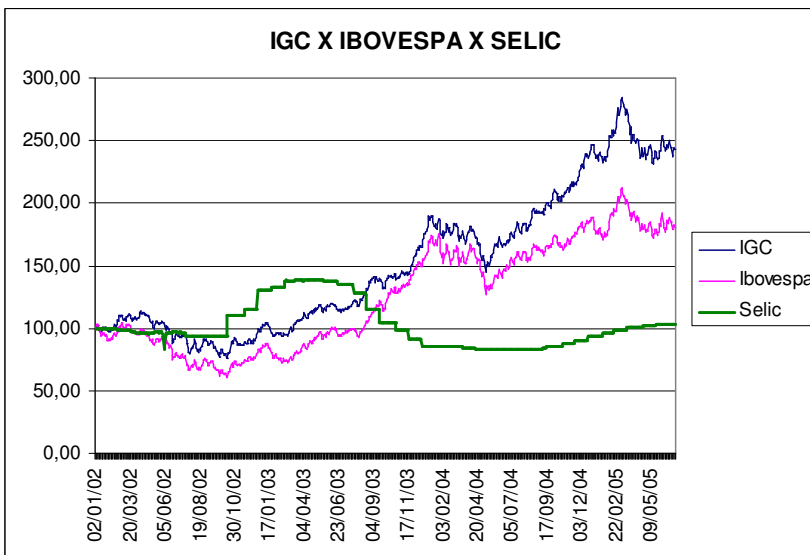


Gráfico 4 – Fechamentos diários, convertidos em base 100, do IGC, IBOVESPA e taxa SELIC.

Fonte: BOVESPA (2005)

#### 4.3. Análise do coeficiente $\beta$ : IGC, IBOVESPA, Risco - Brasil, Dólar norte-americano e taxa SELIC.

Neste tópico apresenta-se a exposição ao risco do IGC e IBOVESPA em relação ao Risco-Brasil, Taxa Selic e Dólar Norte-americano. Assim objetiva-se determinar a influência desses indicadores macroeconômicos na determinação dos retornos do IGC e Ibovespa.

TABELA 7 – MATRIZ DO COEFICIENTE  $\beta$  DE RISCO DO IGC E IBOVESPA

	IGC	IBOVESPA
Dólar Norte-americano	1,471	1,489
Risco- Brasil	1,218	1,276
Taxa Selic	1,026	1,034

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 7, observa-se que o IGC e IBOVESPA possuem um coeficiente  $\beta$  com uma grau muito próximo o que denota uma “reação” similar ao comportamento desses fatores macroeconômicos.

Na apuração dos resultados evidencia-se que:

- Todos os fatores macroeconômicos apresentam uma relação proporcional ao grau de risco do ativo em relação ao IGC e IBOVESPA.
- O dólar reage aproximadamente 1,5 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativa em relação ao IBOVESPA.
- O risco-país reage aproximadamente 1,2 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativo em relação ao IBOVESPA.
- A taxa Selic reage aproximadamente 1,0 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativa em relação ao IBOVESPA.

Neste tópico, observa-se uma maior exposição do IBOVESPA em relação ao risco do que o IGC. Evidencia a criação uma “pequena” proteção em relação ao comportamento desses fatores o que não foi possível comprovar no estudo de correlação.

## 5. CONCLUSÕES

Sobre o impacto da governança corporativa no Brasil no período de 2002-2005 foi observado que os estudiosos sobre o tema têm procurado verificar os efeitos das boas práticas sobre as empresas através dos retornos acima da média do mercado e da redução do custo de capital.

A sua principal contribuição foi incrementar o mercado acionário e para isto, o Brasil implementou medidas que favoreçam o seu desenvolvimento, tais como a lei de falências e a nova lei das Sociedades Anônimas. A Bovespa criou os Níveis Diferenciados e o Novo Mercado onde às empresas optam espontaneamente pelas práticas de governança corporativa. (Assimetria de informações, proteção aos minoritários, transparência e equidade). O IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - cria o manual de boas práticas que é uma referência literária sobre o tema no mercado. A CVM cria uma cartilha que aborda os principais aspectos na adoção da governança corporativa. Essas iniciativas são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Mas a economia brasileira ainda possui certa vulnerabilidade externa e institucional. O país precisa ter regras estáveis que propiciem ao investidor a tranquilidade necessária ao investimento a longo prazo. Em relação às contas externas, o Brasil necessita ampliar os seus mercados e manter os superávits na balança comercial para reduzir a sua dependência externa. Internamente, precisamos criar mecanismos que possibilitem a redução da taxa de juros e da carga tributária sem comprometer o aperto monetário e o equilíbrio das contas públicas.

No tópico de estudo comparativo entre o IGC x IBOVESPA, as empresas que adotam as boas práticas apresentam uma evidência extremamente positiva em relação às outras. Isto significa que o mercado tem certa disposição a pagar um “prêmio” sobre o preço dessas ações que está relacionado ao menor risco associado que essas empresas apresentam. A redução do risco é proporcionada pela diminuição da assimetria de informação entre a empresa e os agentes envolvidos. Abaixo se apresenta as evidências deste tópico:

- Numa análise empírica da rentabilidade semestral do IGC x IBOVESPA no período de 2002-2005, observa-se que em todos os períodos o IGC apresenta uma rentabilidade superior ao IBOVESPA o que evidencia empiricamente os melhores retornos e a criação de valor.
- Na análise de regressão do IGC e IBOVESPA, observa-se que ambas as equações possuem um coeficiente angular positivo que comprova uma reta crescente, o que evidencia os retornos positivos para ambas as carteiras. Sendo que o IGC possui um coeficiente angular superior ao IBOVESPA. Outro detalhe importante, é o elevado grau do R-quadrado para ambas as retas o que comprova que as previsões baseadas na equação de regressão superam as previsões baseadas num  $y$  médio. Neste caso, 86% do IGC pode ser explicado pela equação de regressão e no IBOVESPA, 82%.
- Na análise da interferência do coeficiente angular e determinação do intervalo de confiança, comprovou-se que as equações de regressão do IGC e IBOVESPA possuem um relacionamento, pois o coeficiente angular estatisticamente é diferente de 0. Nos intervalos de confiança observa-se que as faixas criadas para os coeficientes angular de cada reta são positivas o que evidencia os retornos positivos e a valorização das carteiras.

- Com relação aos retornos diários, o teste estatístico para um nível de confiança de 5% aceitou o  $H_0$  o que evidencia que não há comprovação estatística para os retornos positivos do IGC em relação ao IBOVESPA.
- Com relação a criação de valor, o teste estatístico para um nível de confiança de 5% rejeitou o  $H_0$  o que evidencia que há comprovação estatística para a criação de valor num papel lastreado pela carteira do IGC em relação ao IBOVESPA.

Na matriz de correlação entre os índices do mercado acionário (IGC e IBOVESPA) e os indicadores da economia (Risco Brasil, Dólar norte-americano e Taxa Selic) podemos observar as seguintes evidências:

- A elevada correlação entre o IGC e IBOVESPA evidencia que a adoção das “boas práticas” de governança corporativa não criou um teto de proteção para as empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e Novo Mercado da Bovespa o que comprova que o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil depende de uma gama de ajustes macroeconômicos (Balança de pagamentos, estabilidade econômica e carga tributária). Desta forma, o esforço realizado pelo Bovespa, CVM, IBGC e outras instituições dependem da criação de um ambiente econômico que favoreça os investimentos na atividade produtiva.
- A forte correlação negativa com o Risco Brasil mostra que quando o indicador sobe o IGC se desvaloriza e o IBOVESPA, mas intensamente. Isto significa a vitalidade do mercado acionário sofre grande influência das expectativas dos investidores e os determinantes do Risco Brasil afetam esses índices. Mas as “boas práticas do governança corporativa” reduzem a sensibilidade em relação a esse indicador.
- A média correlação negativa com o câmbio mostra as oscilações do IGC e IBOVESPA são parcialmente explicadas. Neste período, tivemos a segunda desvalorização cambial de julho de 2002 que provocou uma oscilação negativa nos índices do mercado acionário. Mas essa desvalorização nos anos posteriores provocou incremento substancial nos saldos comerciais que beneficiou os exportadores e por conseqüência, a balança de pagamento. Com melhoria dos indicadores macroeconômicos, os índices do mercado acionário se beneficiam dessa situação.
- A média correlação negativa com a taxa SELIC mostra que as oscilações do IGC e IBOVESPA são explicadas parcialmente. A valorização da taxa SELIC provoca uma concorrência dos títulos federais com a bolsa de valores por causa da liquidez imediata e menor risco. Quando o Banco Central eleva esta taxa para controlar a inflação, os índices do mercado acionário oscilam negativamente por causa da migração de capitais da renda variável para a fixa. Com a estabilização dos preços, o Banco Central começa uma redução gradual da taxa de juros, o IGC e o IBOVESPA começam a oscilar positivamente e voltar a possibilitar uma rentabilidade interessante para os investidores.

Na análise da matriz de correlação entre o IGC, IBOVESPA, Câmbio, Taxa Selic e Risco Brasil mostra a complexidade a situação econômica brasileira e o seu impacto no desenvolvimento no mercado de capitais. Como os índices do mercado acionário sofrem uma considerável influência desses indicadores econômicos. As expectativas dos investidores externos e a concorrência dos títulos públicos (renda fixa) são variáveis que afetam o desenvolvimento do mercado acionário apesar da adoção da governança corporativa.



Na análise de risco entre o IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Dólar norte-americano e Risco - Brasil observou-se que a proporcionalidade de grau e uma reação extremamente aproximada do IGC e IBOVESPA em relação a todos os fatores com uma maior exposição ao grau de risco para o IBOVESPA o que comprova a capacidade da governança corporativa em reduzir os riscos externos e a exposição aos fatores macroeconômicos mesmo num mercado emergente e com sérios distorções econômicas (carga tributária, mudança de regras, juros altos e vulnerabilidade externa).

Os fatos apresentados acima se fazem notar a complexidade dos fatores macroeconômicos para o desenvolvimento do mercado acionário. Nos estudos da análise de correlação e de coeficiente beta, observou-se a influência desses indicadores no desenvolvimento do mercado de capitais. Infelizmente, a governança corporativa não foi capaz de criar uma “proteção” para as empresas e agentes que optam pelas “boas práticas”. O IGC foi influenciado em menor intensidade do IBOVESPA por todos os fatores apresentados neste estudo, mas com uma diferença mínima o que podemos observar nos números nos estudos de correlação e de análise do coeficiente beta. A governança corporativa é uma prática importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas a vulnerabilidade externa, a mudança de regras e as crises políticas produzem distorções que impedem o seu pleno desenvolvimento e nos coloca a mercê dos capitais especulativos. Mediante aos dados apresentados, nota-se a governança corporativa apenas não será capaz prover o desenvolvimento do mercado de capitais, pois a mudança que necessitamos, é estrutural que começa pelo equilíbrio das contas externas (redução da dependência externa), redução de gastos públicos (controle da dívida interna/redução da carga tributária) e criação de regras estáveis.

Com criação de um ambiente macroeconômico favorável, a adoção das boas práticas de governança corporativa representa um referencial para alavancagem de recursos via pulverização acionária. O primeiro fundamento deste ponto encontra-se a rentabilidade positiva que o IGC apresentou em relação ao IBOVESPA no período que foi evidenciado através da análise regressão linear e dos experimentos da interferência do coeficiente angular e o intervalo de confiança. Na análise das observações emparelhadas encontraram-se dois resultados distintos em relação aos retornos diários e a criação de valor (acumulo dos retornos). Com relação aos retornos diários, o experimento não possibilitou a comprovação estatística dos retornos superiores do IGC em relação ao IBOVESPA. Analisando as carteiras teóricas do IGC e do IBOVESPA, observou-se que as algumas empresas compõem as duas carteiras, tais como: Bradesco, Brasil Telecom, Braskem, CELESC, CEMIG, Eletropaulo, Gerdau, Banco Itaú, Klabin, Net, SABESP, Unibanco, Votorantim e Vale do Rio Doce. Essas empresas representam em média 33% do IBOVESPA e 64% do IGC o que evidencia uma grande interatividade entre esses índices. Com relação à criação de valor, o experimento comprovou que um papel lastreado pelo IGC apresentará um valor superior ao IBOVESPA. Desta forma, a governança cria condições (retorno e valor) de atratividade para os investidores em relação ao mercado acionário.

Concluindo, a regulamentação das boas práticas tem avançado consideravelmente no Brasil, principalmente por causa da BOVESPA, IBGC e CVM. As empresas que adotam a governança corporativa têm apresentado um retorno positivo em relação ao IBOVESPA o que foi comprovado através da criação de valor. A governança corporativa inibe as manipulações dos grupos controladores e proporciona aos investidores maior credibilidade nos resultados da companhia. Este cenário motiva os acionistas que ficam mais propensos a investir. Mas a governança corporativa é apenas uma peça importante deste contexto e necessita da melhoria da conjuntura econômica dos pais para impulsionar o nosso mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, A. B. BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. **Adoção de práticas do governança corporativa e o comportamento das ações na BOVESPA: evidências empíricas**. Revista de Administração da USOP (RAUSP). São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out/nov/dez. 2004.

ALMEIDA, Flávia G. de; ALMEIDA, Leonardo, C. de; NESS Jr., Walter L. **A governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro**. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2002, Anais.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Índices diários da taxa SELIC**. Disponível em < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) > Acesso em 10/07/2005.

\_\_\_\_. **Decreto n.º55.762** de 17/02/1962. Regulamenta a Lei 4.131. Disponível em < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) > Acesso em 28/07/2005

\_\_\_\_. **Lei 4.131** de 03/09/1962 Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Disponível em < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) > Acesso em 28/07/2005

\_\_\_\_. **Normas sobre os capitais estrangeiros**. Disponível em < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) > Acesso em 28/07/2005

\_\_\_\_. **RMCCI – Regulamentos do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais**. Disponível em < [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) > Acesso em 28/07/2005

BARCELOS, L. C.; CARVALHO, A. **Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil**. Texto de discussão n.º 815. IPEA, Rio de Janeiro: 2002. Disponível: 20/09/2005.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGAMANN, D.R.; AGUIAR, A. B. **Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos**. In. 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo Anais. São Paulo FEA/USP, 2004

BERGLOF, E.; CLAESSENS, S. **Corporate Governance and Enforcement**. World Bank Policy Research Working Papers, n.º 3409, set. 2004.

BERTUCCI, J. L.O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. **Políticas e Práticas de Governança Corporativa em Empresas Brasileiras de Capital Aberto: a Visão de Dirigentes e de Investidores Institucionais**. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Regulamento da Listagem do Novo Mercado.** Disponível em < [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) > Acesso em 20/06/2005.

\_\_\_\_. **Regulamento da Listagem dos níveis 1 e 2 de governança corporativa.** Disponível em < [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) > Acesso em 20/06/2005.

\_\_\_\_. **Valor diário de fechamento do IBOVESPA e IGC.** Disponível em < [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) > Acesso em 20/06/2005.

BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. **Governança corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas da Corporações.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

BRASIL. **Nova Lei das S. A.** Rio de Janeiro: Editora Auriverde, s.d.

BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica.** 4 ed. São Paulo: Atlas, 1987.

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Governança Corporativa no Brasil em perspectiva.** Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 37(3), 2002.

\_\_\_\_. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa.** São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em <<http://www.novomercadobovespa.com.br>> . Acesso em Novembro de 2005.

CASTELAR, Armando. **Consolidação da estabilidade macroeconômica.** Exame, São Paulo: Editora Abril, n.º 812, 03 mar 2004, p. 26)

CICOGNA, M. P.; VALLE, M. R. do; TONETO JR.; R.. **O Impacto da Adesão e Padrões mais elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P.R.S.; BRAGA, L.O. **A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico do Nível 1.** In: XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2002, Porto Alegre. Anais. Porto Alegre: UFRGS, 2002(CD\_ROM)

COUTINHO, R.B.G.; OLIVEIRA, M.A.C.; DA MOTTA, L.F.J. **Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do IBOVESPA, IBX.** In: XXXVIII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2003, Curitiba. Anais... Lima: CLADEA, 2003(CD-ROM)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Lei 6.404**, de dezembro de 1976. CVM, atos normativos. Disponível em < [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) > Acesso em 30/06/2005.

\_\_\_\_. **Lei 10.303**, de 31 de outubro de 2001. CVM, atos normativos. Disponível em < [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) > Acesso em 30/06/2005.

DE PAULA, Germano Mendes. **Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas**. IE/UFU, Uberlândia, set. 2003.

DE PAULA, Luiz Fernando. **Plano Real, o que restou?** Disponível < [www.ie.ufrj.br/moeda/pdf/plano\\_real\\_o\\_que\\_restou.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdf/plano_real_o_que_restou.pdf) > em 24/07/2005.

FORTUNATO, G.; TEIXEIRA, A.; AQUINO, A. **Relação entre Transparência e o Valor de Mercado das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. IV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2004, Anais.

FRANCO, Gustavo H. B. **Mercado de capitais: por que não deslança**. Disponível < [www.econ.puc-rio.br/gfranco/a137.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a137.htm) > em 27/06/2005

\_\_\_\_. **Mercado de capitais e Superávit Primário** Disponível < [www.econ.puc-rio.br/gfranco/a116.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a116.htm) > em 19/07/2005

FREITAS, Newton. **Viabilização do crescimento econômico e o papel do mercado de capitais**. Disponível < [www.newton.freitas.com.br](http://www.newton.freitas.com.br) > em 19/07/2005.

GILSON, R. **Transparency, Corporate Governance and Capital Markets**. Paper apresentado no evento “Latin America Corporation Governance Roundtable”. São Paulo, 2000.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7 ed. São Paulo: HARBRA, 1984.

GLASSMAN, J. K. **The Rise of Corporate Governance and the Democratization of Finance**. Abr.2002 Disponível em [www.aei.org/search/sectionID,11filter/news\\_result.asp](http://www.aei.org/search/sectionID,11filter/news_result.asp) Acesso dez.2005.

GUDIS, J. **Governança Corporativa na empresa familiar**. Disponível < [www.imersoos.com.br/artigos/artigos2.html](http://www.imersoos.com.br/artigos/artigos2.html) > em 30/08/2004.

HAWLEY, James P.; WILLIAMS Andrew P.; *Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism*. Saint’s Mary College. Scholl of Economic e Business Administration, 1996. Working Paper.

IBGC- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA **Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Edição revisada, 2004. Disponível em < [www.ibgc.com.br](http://www.ibgc.com.br) > Acesso 30/06/2005

IBGC- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA; BOOZ ALLEN. **Panorama annual da governança corporative no Brasil.** Resultados da pesquisa realizada pelas duas entidades apresentados no 4º Congresso Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: 2003.

KRAINER, Robert. **Corporate Governance and Business Cycle in G-7 Countries: do institutions really matter?** 2000. Disponível em [www.nuff.ox.ac.uk/users/doornik/eswe2000/a/0049.html](http://www.nuff.ox.ac.uk/users/doornik/eswe2000/a/0049.html). Acesso dez.2005.

KORN/FERRY INTERNATIONAL; MCKINSEY & COMPANY. **Panorama de governança corporativa no Brasil.** Disponível em [www.micknsey.com.br](http://www.micknsey.com.br) Acesso Dez.2001.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.;SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **Law and finance.** Journal of Political Economy, Chicago, v. 106, n. 6, o. 11130-1155, Dez. 1998.

\_\_\_\_\_. **Legal Determinants of External Finance.** National Bureau of Economic Research Working Papers n.º 5879, jun. 1997.

\_\_\_\_\_. **Corporate ownership around the world.** Journal of Finance, Maden, v. 54, n. 2, p. 471-518, Abr. 1999.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.L. **Corporate Governance Index, firm valuation and performance in Brazil.** COPPEAD/UFRJ working paper, 2004.

LETHIBRIDGE, Eric. **Governança Corporativa.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 4, n.8, p. 209-232, dez. 1997.

LIMA, J.B.N.; TERRA, P.R.S. **Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

LODI, J. B. **Governança Corporativa.** Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOPES-DE-SILANES, Florêncio. **A Survey of Securites Laws and Enforcement.** Yale University. 2003.

MAHONEY W. **Acionistas mudam as práticas de governança corporativa.** Relações com investidores. São Paulo, n. 52, p. 10-11, jun. 2002.

MALACRIDA, Mara Jane C.; YAMAMOTO, Marina M. **Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

MALUF. J. A. **Seminário sobre Governança Corporativa.** Organizado pelo BRADESCO. Templeton Asset Management, São Paulo, 2000.

MARTINS, H. C.. **Gestão de Conselhos de Administração: Evidências Empíricas das Alterações, Papéis e Responsabilidade dos Conselhos nas Empresas Brasileiras.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

MELLO JR., L. **Privatização e governança empresarial no Brasil.** Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 2000.

MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P. A.de O. **Existe Alguma Associação entre a Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com Indústrias Brasileiras.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

MCKINSEY & COMPANY. **Investor opinion survey on corporate governance.** London: McKinsey & Company, June 2000. 16p.

MONÁCO, Douglas Cláudio. **Estudo de Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil.** São Paulo, 2000. Dissertação(Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate Governance.** Massachusetts-USA: Blackwell Publishers, 1998.

MOREIRA, Ájax R. B. & ROCHA, Kátia. **Determinantes do Risco Brasil: Fundamentos e Expectativas – Uma abordagem de Modelos de Risco de Crédito.** IPEA, Texto para Discussão, n. 945, Rio de Janeiro, Abril. 2003.

NELSON, J. **Essays on Corporate Governance.** Arizona: Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee on Business Administration from the University of Arizona, 1999.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina.** Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em [www.oecd.org/daf/corporate-affairs/](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/). Acesso em 06/11/2005.

PINHEIRO, A. **Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados.** Texto para discussão n.º 966. IPEA, Rio de Janeiro: 2003. Disponível em [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br) Acesso em: 29/09/2005.

PORTAL BRASIL **Cotação diária do Risco Brasil** Disponível em < [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) > Acesso 10/07/2005.

\_\_\_ **Taxa de inflação do IGPM** Disponível em < [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) > Acesso 10/07/2005.

\_\_\_ **Cotação diária do dólar(EUA)** Disponível em < [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) > Acesso 10/07/2005.

\_\_\_ **Taxa de inflação IPCA** Disponível em <[www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) > Acesso 10/07/2005.

\_\_\_ **Exportação, importação e saldo da balança comercial** Disponível em < [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) > Acesso 10/07/2005.

PROCIANOY, J; **Brazil company partneship models.** International Review of Financial Analysis, v. 10, p. 307-322. São Paulo: 2001.

\_\_\_\_.; **Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989.** Revista de Administração, v. 31, n. 2, p. 7-18. São Paulo: 1996.

PROCIANOY, J; ROCHA, C. F.; **Disclosure das Cias Abertas: Um Estudo Exploratório do Departamento de Relações com Investidores .** In: XXV Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2002., Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2002

RIBEIRO NETO, Ramon M. R.; Famá, Rubens. **As perspectivas para o Mercado Brasileiro: A Governança tem Valor? Porque Migrar para o Novo Mercado.** I Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2001, Anais.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA,A.F. **Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2005, Brasília. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2005a

\_\_\_\_. **Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: Análise Comparativa do IGC e do Ibovespa.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2005, Brasília. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2005b

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S. **Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Nacional: Análise de Risco Brasil** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.(CD-ROM)

ROTTA, C.; HILLBRECHT, R. O.; BALBINOTTO NETO, G. **A Governança Corporativa no Mundo.** In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.(CD-ROM)

SAITO, R. **Share Repurshase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: evidence from Brazil.** In: XXV Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2001, Campinas. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2001

SCAHS, Jeffrey. **Brasil caminha para o desenvolvimento.** Folha de São Paulo, São Paulo, 10/02/2004, p. B2

SENGUPTA, P. **Corporate Disclosure: Quality and the Cost of Debt.** The Accounting Review, 73, p. 459-474. 1998.

SIFFERT, N.F. **Governança corporativa: Padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90..** Revista do BNDES. Rio de Janeiro, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Marcell. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da firma no Brasil,** São Paulo, 2002. Dissertação de Mestrado apresentado a FAE/USP.

SOARES, K. T. C. S. & SOARES, R. O. **Diferenças nos Valores de Ações Preferenciais e Ordinárias como o Aumento do Nível de Proteção aos Minoritários.** In: XXV Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2001, Campinas. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2001

STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada à Administração.** São Paulo: Harper & Row, 1981.

VIEIRA, Edson Roberto & CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes.** Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, Julho de 2002.

WEINBERG, John A. **Corporate Behaviour – Economic Policy Review.** Federal Reserve v. 9 n. 1, apr. 2003.

YAMAMOTO, M. M.; ALMEIDA PADRO, J. E. **Governança e valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos públicos.** Revista BOVESPA, São Paulo, n. 88, p. 42-3, out./dez. 2003.



## ANEXOS

### Anexo I – Companhias listadas no nível 1 de G. C. da BOVESPA

Razão Social	Nome de Pregão
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA HERING	CIA HERING
CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	TRAN PAULIST
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
RIPASA S.A. CELULOSE E PAPEL	RIPASA
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.	UNIPAR
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P
WEG S.A.	WEG

Fonte: Bovespa (2005)

**Anexo II – Companhias listadas no nível 2 de G. C. da BOVESPA**

Razão Social	Nome de Pregão
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
ETERNIT S.A.	ETERNIT
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	SUZANO PETR
TAM S.A.	TAM S/A

Fonte: Bovespa (2005).

### Anexo III – Companhias listadas no Novo Mercado da BOVESPA

Razão Social	Nome de Pregão
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
GRENDENE S.A.	GRENDENE
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
RENAR MACAS S.A.	RENAR
SUBMARINO S.A.	SUBMARINO

Quadro 3 – Companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa, junho de 2005.

Fonte: Bovespa (2005)

**Anexo IV – Carteira teórica do IBOVESPA – maio-agosto/2005**

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part(%) (2)
ACES4	ACESITA	PN ED	9,32868958258	1,348
AMBV4	AMBEV	PN *	0,60174121921	1,708
ARCZ6	ARACRUZ	PNB EDJ	35,43679151855	1,065
BBDC4	BRADERCO	PN	9,12673298831	2,931
BRAP4	BRADERPAR	PN EB	5,09194316195	0,801
BBAS3	BRASIL	ON	8,06650439888	0,950
BRTP3	BRASIL T PAR	ON *	6,11145184784	0,517
BRTP4	BRASIL T PAR	PN *ED	20,04075475304	1,309
BRTO4	BRASIL TELECOM	PN *	60,39369294560	2,385
BRKM5	BRASKEM	PNA*	5,13944909303	2,033
CMET4	CAEMI	PN	402,06821370188	3,123
CLSC6	CELESC	PNB ED	258,84626101732	0,927
CMIG3	CEMIG	ON *ED	0,91462882071	0,197
CMIG4	CEMIG	PN *ED	9,55751048988	2,761
CESP4	CESP	PN *	13,18755389030	0,496
CGAS5	COMGAS	PNA*EDS	0,41047794019	0,431
CPLE6	COPEL	PNB*EJ	24,76921630888	1,375
CRTP5	CRT CELULAR	PNA*	0,28593046158	0,562
ELET3	ELETRONBRAS	ON *EJS	11,47842105747	1,437
ELET6	ELETRONBRAS	PNB*EJS	26,61968240275	3,185
ELPL4	ELETRONPAULO	PN *	1,96668211779	0,625
EMBR3	EMBRAER	ON	9,84517785174	0,555
EMBR4	EMBRAER	PN	18,00200919082	1,304
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *	170,03282089433	2,963
GGBR4	GERDAU	PN	38,50260873914	3,771
GOAU4	GERDAU MET	PN	7,65076125044	1,024
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	5,00639497950	0,526
ITAU4	ITAU BANCO	PN EJ	1,55799404827	2,771
ITSA4	ITAUSA	PN ES	65,51894263731	1,296
KLBN4	KLBIN S/A	PN	37,80827533474	0,571
LIGH3	LIGHT	ON *	1,11705681088	0,191
NETC4	NET	PN	702,57409078254	1,669
PETR3	PETROBRAS	ON	5,49928269344	2,380
PETR4	PETROBRAS	PN	21,82277715526	8,301
SBSP3	SABESP	ON *	1,91114603938	1,012
CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	22,38405767879	4,233
CSTB4	SID TUBARAO	PN *	2,55407014293	1,290
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	4,77654004286	0,564
TCOC4	TELECOM OES	PN *	26,36664746357	0,998
TLCP4	TELECOM CL	PN *	157,74842654463	0,260
TNLP3	TELEMAR	ON EJ	6,46069759338	1,302
TNLP4	TELEMAR	PN EJ	70,72682842867	10,590
TMAR5	TELEMAR N L	PNA EJ	5,69111058478	1,241

<b>Anexo IV – Carteira teórica do IBOVESPA – maio-agosto/2005</b>				
TMCP4	TELEMIG PART	PN *EDS	52,72905766376	0,902
TLPP4	TELESP	PN *EJ	3,11771054523	0,606
TSPP4	TELESP CL PA	PN *	116,85768044874	2,601
TCSL3	TIM PART S/A	ON *	23,82760570324	0,371
TCSL4	TIM PART S/A	PN *	77,81860023636	1,253
TBLE3	TRACTEBEL	ON *	2,91684878616	0,141
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	5,72177289371	0,435
UBBR11	UNIBANCO	UNT	14,82289842183	0,984
USIM5	USIMINAS	PNA	25,61975238017	5,156
VCPA4	V C P	PN ED	10,43547131442	1,143
VALE3	VALE R DOCE	ON	5,95009489613	1,641
VALE5	VALE R DOCE	PNA	24,55387936025	5,792
	Qtde. Teórica Total		2.657,37141925514	100,000

(\*) Cotação por lote de mil ações

(1) Quantidade teórica válida para o período de vigência da carteira, sujeita a alterações somente no caso de distribuição de proventos (dividendo, bonificação e subscrição) pelas empresas.

(2) Participação relativa das ações da carteira, divulgada para a abertura dos negócios do dia 03/01/2005, sujeita a alterações em função das evoluções dos preços desses papéis.

**Anexo V – Carteira teórica do IGC – maio-agosto/2005**

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part(%) (2)
ALLL4	ALL AMER LAT	PN	30.633.799	0,254
ALPA3	ALPARGATAS	ON *	356.785.340	0,060
ALPA4	ALPARGATAS	PN *	931.194.641	0,165
ARCZ3	ARACRUZ	ON EDJ	15.507.357	0,062
ARCZ6	ARACRUZ	PNB EDJ	446.972.460	1,874
BBDC3	BRADESCO	ON	89.898.542	3,240
BBDC4	BRADESCO	PN	230.359.265	10,317
BRAP3	BRADESPAR	ON EB	9.998.574	0,227
BRAP4	BRADESPAR	PN EB	55.450.842	1,217
BRTP3	BRASIL T PAR	ON *	49.546.082.653	0,584
BRTP4	BRASIL T PAR	PN *ED	212.717.161.402	1,938
BRTO3	BRASIL TELEC	ON *	2.314.345.031	0,019
BRTO4	BRASIL TELEC	PN *	167.823.267.642	0,924
BRKM3	BRASKEM	ON *	3.506.454.921	0,152
BRKM5	BRASKEM	PNA*	37.305.007.421	2,058
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	58.409.202	1,738
CEDO4	CEDRO	PN *EJ	570.662.732	0,024
CLSC6	CELESC	PNB ED	622.183.785	0,311
CMIG3	CEMIG	ON *ED	11.182.148.502	0,335
CMIG4	CEMIG	PN *ED	88.439.353.590	3,563
HGTX4	CIA HERING	PN	8.629.413	0,011
CNFB4	CONFAB	PN	197.453.829	0,320
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON ED	141.360.348	1,586
DASA3	DASA	ON	43.338.402	0,681
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	10.864.848.093	0,481
ETER3	ETERNIT	ON ED	9.710.388	0,191
ETER4	ETERNIT	PN ED	714.745	0,015
FRAS4	FRAS-LE	PN ED	17.461.477	0,068
GGBR3	GERDAU	ON	32.391.073	0,384
GGBR4	GERDAU	PN	204.852.568	2,798
GOAU3	GERDAU MET	ON	15.691.311	0,286
GOAU4	GERDAU MET	PN	81.799.257	1,527
GOLL4	GOL	PN	91.951.324	1,828
GRND3	GRENDENE	ON	39.800.024	0,380
ITAU3	ITAUBANCO	ON EJ	6.833.094	1,476
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	52.537.954	13,031
ITSA4	ITAUSA	PN ES	1.698.380.640	4,684
KLBN4	KLABIN S/A	PN	468.739.518	0,987
MGEL4	MANGELS INDL	PN ED	4.777.235	0,033
POMO4	MARCOPOLO	PN	100.948.687	0,274
NATU3	NATURA	ON	44.318.448	1,891
NETC4	NET	PN	2.819.382.021	0,934
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN *ED	28.711.622.301	0,804
PRGA4	PERDIGAO S/A	PN	19.378.347	0,519
PSSA3	PORTO SEGURO	ON	46.012.852	0,577

**Anexo V – Carteira teórica do IGC – maio-agosto/2005**

RAPT4	RANDON PART	PN ED	76.782.850	0,287
RNAR3	RENAR	ON	38.413.220	0,023
RPSA4	RIPASA	PN	150.079.122	0,278
RSID3	ROSSI RESID	ON ED	32.668.440	0,011
SBSP3	SABESP	ON *	28.332.131.878	2,091
SDIA4	SADIA S/A	PN	373.824.899	0,848
SUBA3	SUBMARINO	ON	43.750.000	0,425
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA ED	99.949.902	0,600
SZPQ4	SUZANO PETR	PN ED	91.617.285	0,242
TRPL3	TRAN PAULIST	ON *	22.299.774.841	0,225
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	72.565.179.649	0,770
UBBR11	UNIBANCO	UNT	511.346.383	4,736
UBBR3	UNIBANCO	ON	25.707.254	0,197
UBBR4	UNIBANCO	PN	29.186.334	0,116
UNIP3	UNIPAR	ON EDB	81.890.700	0,175
UNIP6	UNIPAR	PNB EDB	365.744.323	0,616
VCPA4	V C P	PN ED	85.911.045	1,313
VALE3	VALE R DOCE	ON	235.219.140	9,045
VALE5	VALE R DOCE	PNA	333.024.992	10,955
VGOR4	VIGOR	PN *ED	41.872.573	0,010
WEGE4	WEG	PN	226.118.250	0,901
	Qtde. Teórica Total		748.046.976.985	100,000
	Redutor		72.669.110,8805383	

(\*) Cotação por lote de mil ações

(1) Quantidade teórica válida para o período de vigência da carteira, sujeita a alterações somente no caso de distribuição de proventos (dividendo, bonificação e subscrição) pelas empresas.

(2) Participação relativa das ações da carteira, divulgada para a abertura dos negócios do dia 03/01/2005, sujeita a alterações em função das evoluções dos preços desses papéis.