



UNIVERSIDADE DO BRASIL
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACC
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

O ingresso em segmentos do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo e o
aumento de valor das Companhias brasileiras

Rodrigo Santana Passos Góes

Orientador: Prof. Jorge de Lacerda Werneck

RIO DE JANEIRO
2010
FOLHA DE ROSTO

RODRIGO SANTANA PASSOS GÓES

**O INGRESSO EM SEGMENTOS DO NOVO MERCADO DA BOLSA DE
VALORES DE SÃO PAULO E O AUMENTO DO VALOR DAS COMPANHIAS
BRASILEIRAS**

Monografia submetida ao Corpo docente do Curso de Administração de Empresas da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. JORGE DE LACERDA WERNECK

RIO DE JANEIRO
2010
FOLHA DE APROVAÇÃO

RODRIGO SANTANA PASSOS GÓES

O ingresso em segmentos do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo e o
aumento de valor das Companhias brasileiras

Aprovada por:

Prof. Jorge de Lacerda Werneck – Orientador

Prof. Carlos Alberto Fontenele Bessa – Revisor

Rio de Janeiro, 07 de julho, 2010.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que é o meu sustento, e divido o mérito desta conquista com os meus pais, minha esposa, minha família e amigos que entenderam minhas ausências, compartilharam meu progresso e me incentivaram a lutar por meus sonhos.

RESUMO

O objetivo deste estudo foi explorar o mercado de capitais brasileiro sob a ótica do investidor. De um modo geral, buscou-se a associação da evolução do valor de mercado das Companhias com a adoção de melhores práticas de Governança Corporativa. Através da utilização de índices financeiros e de mercado, foi possível concluir acerca da necessidade de progredir rumo a políticas de maior transparência na gestão empresarial, tornando perene o conceito de que mais que contribuir para o retorno e lucro, as Companhias bem sucedidas precisam assegurar uma relação de maior proximidade com seus acionistas e maior contribuição com os anseios existentes nos meios sociais nos quais as mesmas encontram-se inseridas.

SUMÁRIO

I. INTRODUÇÃO.....	pág. 07
1.1 Problemática.....	pág. 07
1.2 O que é Governança Corporativa.....	pág. 14
1.3 Estrutura da Monografia.....	pág. 14
II. REFERENCIAL TEÓRICO.....	pág. 19
2.1 A Governança Corporativa no Brasil.....	pág. 19
2.2 Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA.....	pág. 20
2.3 Histórico da Evolução do Mercado de Capitais no Brasil.....	pág. 21
2.4 O Novo Mercado da BOVESPA.....	pág. 24
2.5 Relação com Investidores.....	pág. 26
2.6 Escândalos corporativos e a Governança Corporativa.....	pág. 27
III. METODOLOGIA.....	pág. 29
3.1 Metodologia do trabalho.....	pág. 29
3.2 Delimitação do tema.....	pág. 29
3.3 Coleta e tratamento dos dados.....	pág. 30
IV. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	pág. 32
4.1 Utilização de Índices de ações.....	pág. 32
4.2 Comparativo entre o IGC e o IBOVESPA.....	pág. 33
4.3 Comparativo entre o IGC e outros índices.....	pág. 35
V. CONCLUSÃO.....	pág. 38
VI. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA.....	pág. 40

I. INTRODUÇÃO

1.1 Problemática

A afirmação de que empresas que aderem a melhores práticas de Governança Corporativa apresentam, de maneira geral, melhor desempenho, tem sido discutida contemporaneamente por alguns autores. Rappaport (1998, p. 1) afirma que:

[...] avaliar a empresa com o intuito de gerenciá-la com base na evolução do seu valor é preocupação atual de praticamente todos os executivos, fazendo com que nos próximos anos a criação de valor para o acionista provavelmente se torne o padrão global para mensuração do desempenho do negócio.

Desde a ocorrência de problemas relacionados à fraude empresarial (principalmente no mercado norte americano) no início da década de noventa, têm se tornado comuns debates acerca da questão da Governança Corporativa. A idéia geral é a de que quanto mais eficiente é a Governança Corporativa, mais interessante torna-se a empresa sob a ótica do investidor, na medida em que ele possui, teoricamente, maior segurança para a tomada de decisão e menor risco associado a competência e transparência das políticas utilizadas pela administração da Companhia.

Faz-se importante primeiramente definir o conceito de Governança Corporativa, de modo a entender se o mesmo pode ser diretamente associado ao objetivo do estudo. Conforme definição obtida no site do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), pode se concluir acerca do conceito de Governança Corporativa:

[...] é o conjunto de processos, costumes, políticas, leis, regulamentos e instituições que regulam a maneira como uma empresa é dirigida, administrada ou controlada. O termo inclui também o estudo sobre as relações entre os diversos atores envolvidos e os objetivos pelos quais a empresa se orienta. Os principais atores tipicamente são os acionistas, a alta administração e o conselho de administração. Outros participantes da Governança Corporativa incluem os funcionários, fornecedores, clientes, bancos e outros credores, instituições reguladoras (como a CVM, o Banco Central, etc.), o meio-ambiente e a

comunidade em geral. Governança Corporativa é uma área de estudo com múltiplas abordagens.

Ainda a partir do manual de políticas do IBGC, podemos qualificar como da Governança Corporativa:

[...] Uma das principais preocupações é garantir a aderência dos principais atores a códigos de conduta pré-acordados, através de mecanismos que tentam reduzir ou eliminar os conflitos de interesse e as quebras do dever fiduciário. Um problema relacionado, geralmente tratado em outro fórum de discussão é o impacto da Governança Corporativa na eficiência econômica, com uma forte ênfase em maximizar valor para os acionistas. Há ainda outros temas em Governança Corporativa, como a preocupação com o ponto de vista dos outros *stakeholders* que não os acionistas, bem como o estudo dos diversos modelos de Governança Corporativa ao redor do mundo.

Podemos concluir através do citado, que a prática de boa governança poderia ser entendida como uma melhor atenção aos acionistas minoritários e a um maior nível de transparência das informações divulgadas ao mercado. Através dos pontos centrais da governança (nível de transparência e melhor atenção aos acionistas - principalmente os minoritários), alguns países criaram um segmento diferenciado de mercado acionário. Denominados de diversas maneiras ao redor do mundo, este segmento é conhecido, no Brasil, como Novo Mercado da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. No Brasil, a idéia adotada foi a de que empresas já listadas na Bovespa podem aderir espontaneamente às diferenciadas práticas de Governança Corporativa, desde que atendam os requisitos para tal.

Segue abaixo, definição formal do Novo Mercado, a partir do site da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo:

[...] O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

De modo a uniformizar as práticas utilizadas pelas Companhias as quais aspiram ser identificadas como praticantes de políticas mais transparentes de gestão, a BOVESPA desenvolveu uma série de requerimentos a serem atendidos anteriormente a adesão ao Novo Mercado. Dentre os principais fatores podemos listar os seguintes:

(a) Conselho de Administração

1) Competência. O conselho de administração da Companhia deverá ter as funções e competências que a legislação societária vigente lhe atribuir, assim como outras estabelecidas pelo estatuto social da Companhia que sejam compatíveis com a natureza deste órgão.

2) Deveres e Responsabilidade. Os membros do conselho de administração terão os deveres e responsabilidades estabelecidos pela legislação societária vigente e por este Regulamento de Listagem.

3) Composição. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, eleitos pela assembléia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes.

4) A qualificação como Conselheiro(s) Independente(s) será expressamente declarada na ata da Assembléia Geral que o(s) eleger.

5) Mandato. Os membros do conselho de administração terão mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.

(b) Conselho Fiscal

1) Competência. O conselho fiscal da Companhia deverá ter as funções e competências que a legislação societária vigente lhe atribuir, assim como outras estabelecidas pelo estatuto social da Companhia que sejam compatíveis com a natureza deste órgão.

2) Deveres e Responsabilidades. Os membros do conselho fiscal terão os deveres e responsabilidades estabelecidos pela legislação societária vigente e por este Regulamento de Listagem que, no seu caso específico, consistem na adesão ao Regulamento de Arbitragem.

3) Termo de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal. A Companhia deverá exigir que todos os membros eleitos para compor seu conselho fiscal, quando instalado, subscrevam Termo de Anuência, conforme modelo constante do Anexo D deste Regulamento de Listagem, condicionando a posse nos respectivos cargos à assinatura deste documento, cuja cópia deverá ser imediatamente enviada à BOVESPA.

(c) Informações Periódicas e Eventuais que devem ser prestadas

1) Demonstração dos Fluxos de Caixa. As demonstrações financeiras da Companhia e as demonstrações consolidadas a serem elaboradas após o término de cada trimestre (excetuando o último trimestre) e de cada exercício social, devem, obrigatoriamente, incluir Demonstração dos Fluxos de Caixa, a qual indicará, no mínimo, as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas em fluxos das operações, dos financiamentos e dos investimentos.

2) Demonstrações Financeiras Elaboradas de Acordo com Padrões Internacionais. Após o encerramento de cada exercício social a Companhia deverá, adicionalmente ao previsto na legislação vigente:

(i) elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais IFRS ou US GAAP, em reais ou dólares americanos, que deverão ser divulgadas na íntegra, no idioma inglês, acompanhadas do relatório da administração, de notas explicativas, que informem inclusive o lucro líquido e o patrimônio líquido apurados ao final do exercício segundo os princípios contábeis brasileiros e a proposta de destinação do resultado, e do parecer dos auditores independentes; ou

(ii) divulgar, no idioma inglês, a íntegra das demonstrações financeiras, relatório da administração e notas explicativas, elaboradas de acordo com a legislação societária brasileira, acompanhadas de nota explicativa adicional que demonstre a conciliação do resultado do exercício e do patrimônio líquido apurados segundo os critérios contábeis brasileiros e segundo os padrões internacionais IFRS ou US GAAP, conforme o caso, evidenciando as principais diferenças entre os critérios contábeis aplicados, e do parecer dos auditores independentes.

3) A divulgação das demonstrações financeiras de que trata o item 2 deve ocorrer até, no máximo, 4 (quatro) meses após o término do exercício social.

4) Os Auditores independentes contratados pela Companhia, além de serem registrados na CVM, deverão possuir experiência comprovada no exame de demonstrações financeiras elaboradas de acordo com os padrões internacionais IFRS ou US GAAP, conforme o caso, respondendo a Companhia pelo atendimento dessa

5) Informações Trimestrais em Inglês ou Elaboradas de Acordo com Padrões Internacionais. A Companhia deverá apresentar a íntegra das Informações Trimestrais traduzidas para o idioma inglês ou, então, apresentar Demonstrações Financeiras ou Demonstrações Consolidadas conforme previsto nos padrões internacionais IFRS ou US GAAP, conforme estabelecido no item 2.

6) Em cada trimestre, a apresentação das Informações Trimestrais de que trata o item 3 deve ocorrer até, no máximo, 15 (quinze) dias após o prazo estabelecido pela legislação para a divulgação das Informações Trimestrais - ITR.

7) As Demonstrações Financeiras previstas no item 6.3 deverão ser acompanhadas de Parecer ou de Relatório de Revisão Especial dos Auditores Independentes.

8) Requisitos Adicionais para as Informações Trimestrais - ITR. Nas Informações Trimestrais, além das informações obrigatórias previstas na legislação, a Companhia deverá:

(i) apresentar o Balanço Patrimonial Consolidado, a Demonstração do Resultado Consolidado e o Comentário de Desempenho Consolidado, se estiver obrigada a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social;

(ii) informar a posição acionária de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física;

(iii) informar de forma consolidada a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de Acionista Controlador, Administradores e membros do conselho fiscal;

(iv) informar a evolução da participação das pessoas abrangidas pelo item 4 (iii), em relação aos respectivos valores mobiliários, nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores a adesão.

9) As informações previstas nos itens 4 (ii), (iii), (iv), (vi) e (vii) deverão ser incluídas no Quadro Outras Informações que a Companhia Entenda Relevantes.

10) A apresentação das informações previstas no item 4 (i) deverá ser iniciada, no máximo, 6 (seis) meses após a obtenção pela Companhia da autorização para negociar no Novo Mercado.

10) As informações trimestrais deverão ser sempre acompanhadas de Relatório de Revisão Especial emitido por Auditor Independente devidamente registrado na CVM, observando a metodologia especificada nas normas editadas por essa Autarquia.

11) Requisitos Adicionais para as Informações Anuais – IAN. As informações previstas nos itens 4 (iii), (iv) e (vii) também deverão ser incluídas nas Informações Anuais da Companhia no Quadro Outras Informações Consideradas Importantes para Melhor Entendimento da Companhia.

12) Reunião Pública com Analistas. A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.

13) As informações prestadas e divulgadas conforme o item 8 deverão discriminar o objeto do contrato, o prazo, o valor, as condições de rescisão ou de término e a eventual influência do contrato sobre a administração ou a condução dos negócios da Companhia.

(d) Negociação de valores mobiliários e seus derivativos

1) Dever de Informar. O Acionista Controlador fica obrigado a comunicar à BOVESPA a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que seja titular direta ou indiretamente, inclusive seus Derivativos. Tal comunicação deverá ser feita imediatamente após a aquisição do Poder de Controle.

2) Quaisquer negociações que vierem a ser efetuadas, relativas aos valores mobiliários e seus Derivativos de que trata este item, deverão ser comunicadas em detalhe à

BOVESPA, informando se inclusive o preço, no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificar a negociação.

Fica definido como objetivo deste estudo, o questionamento de que se empresas de capital nacional (brasileiro), que adotaram práticas de Governança Corporativa diferenciadas, comprovadas através da entrada em algum segmento do Novo Mercado da Bovespa, apresentaram uma variação positiva no retorno de suas ações cotadas na Bovespa, em um determinado período de tempo. Deste modo, fica definida a principal hipótese relacionada a este problema:

“O ingresso em segmentos do Novo Mercado da Bovespa proporciona um retorno superior ao retorno médio das ações de empresas não sujeitas ao segmento anteriormente mencionado.”

O mencionado questionamento se torna relevante ao passo de que as Companhias brasileiras têm acessado o mercado de capitais com maior frequência nos últimos anos. A dinamização dos aparatos regulatórios no Brasil tem garantido o acesso a empresas de diversos portes e com características distintas de gestão. Nesse sentido, o entendimento de uma potencial associação entre o grau de transparência adotado pelas Companhias e o seu aumento de valor no mercado de capitais se torna extremamente relevante para o processo de tomada de decisão dos investidores de um modo geral.

1.2 Estrutura da Monografia

Esta monografia está estruturada da seguinte forma: após a Introdução, a seção 2 apresenta o Referencial Teórico no qual estão sintetizados os estudos desenvolvidos por diversos autores sobre os assuntos relevantes ao objeto de pesquisa. Dentre os principais estudos acessados para fins do desenvolvimento do tema podemos citar os seguintes: “Investors Opinion Survey” (McKinsey & Co), “Panorama da Governança Corporativa do Brasil” (McKinsey & Co. e Korn Ferry International), “Legal Determinants of External Finance” (Universidade de Harvard) dentre outros.

A seção 3 apresenta a metodologia utilizada, informando as etapas da pesquisa, o tratamento dos dados e as limitações do estudo. Na seção 4 é desenvolvida a análise dos resultados da pesquisa de informações históricas, de acordo com o referencial teórico desenvolvido. A seção 5 descreve as conclusões levantadas e as sugestões para estudos futuros.

1.3 O que é Governança Corporativa

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais.

Para Millstein (1998), Governança Corporativa compreende a estrutura de relacionamentos e correspondentes responsabilidades de acionistas, conselheiros e executivos, definidas estas da melhor maneira, de modo a encorajar as empresas a terem o desempenho econômico como objetivo principal.

Governança Corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isto somente ocorre quando ao lado de uma boa governança temos também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Neste caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa.

Na teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a 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 de 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.

A boa Governança Corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras transparência, prestação de contas e equidade. Para que essas estejam presentes em suas diretrizes de governo, é necessário que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente.

No entanto, nem sempre as empresas contam com conselheiros qualificados para o cargo, e que exerçam, de fato, sua função legal. Essa deficiência tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, na maioria das vezes decorrentes de abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da Diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros), erros estratégicos (agravados principalmente pela existência de poder concentrado numa só pessoa, normalmente o executivo principal), ou fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, dentre outros).

Em resposta a esse cenário, o movimento de Governança Corporativa ganhou força nos últimos anos, tendo nascido e crescido, originalmente, nos Estados Unidos e na Inglaterra e, a seguir, se espalhando por muitos outros países.

No Brasil os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país.

Hoje, o mercado de capitais, as empresas, os investidores e a mídia especializada já se utilizam habitualmente da expressão Governança Corporativa, mencionam e consideram as boas práticas de governança em sua estratégia de negócios. Um dos principais órgãos responsáveis por essa nova realidade é o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Conforme anteriormente mencionado, dentre as boas práticas associadas a governança está a criação do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, aumento da transparência quando da elaboração das demonstrações financeiras, desenvolvimento das ferramentas de comunicação com o mercado e melhoria contínua nos controles internos.

Atualmente, diversos organismos e instituições internacionais priorizam a Governança Corporativa, relacionando-a a um ambiente institucional equilibrado, à política macroeconômica de boa qualidade e, assim, estimulando sua adoção em nível internacional. O Banco Mundial e o FMI consideram a adoção de boas práticas de Governança Corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais. Praticamente em todos os países surgiram instituições dedicadas a promover debates em torno da Governança Corporativa.

Em junho de 2000, a McKinsey & Co, em parceria com o Banco Mundial conduziu uma pesquisa (“Investors Opinion Survey”) junto a investidores, representando um total de carteira superior a US\$ 1.650 bilhões, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de Governança Corporativa. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência. Algumas outras das conclusões dessa pesquisa: a) os direitos dos acionistas foram classificados como a questão mais importante de Governança Corporativa da América Latina; b) três quartos dos investidores dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto o desempenho financeiro quando estão avaliando companhias para investimentos. Na América Latina, quase metade dos entrevistados considera que as práticas de conselho de administração são mais importantes que o desempenho financeiro; c) na América Latina e na Ásia, onde os relatórios financeiros são limitados e frequentemente de má qualidade, os investidores preferem não confiar apenas em números. Eles acreditam que seus investimentos estarão mais bem protegidos

por companhias com boa governança que respeitem direitos dos acionistas; d) a qualidade da administração da companhia não raro é mais importante do que questões financeiras nas decisões sobre investimentos.

II. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Governança Corporativa no Brasil

O modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição. De grandes conglomerados, empresas de administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, estamos caminhando para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Há vários fatores de pressão a favor dessas mudanças:

- As privatizações;
- O movimento internacional de fusões e aquisições;
- O impacto da globalização;
- Necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- A intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e
- A postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Esse novo contexto foi detectado pela pesquisa “Panorama da Governança Corporativa do Brasil” conduzida em 2001 em parceria pela McKinsey & Co. e Korn Ferry International, onde são enfocadas características da estrutura de propriedade e liderança das empresas nacionais e a organização e as práticas dos Conselhos de Administração. A pesquisa nos dá conta de que as empresas nacionais, premidas por necessidades de financiamento e pelos desafios impostos pela competição em nível global, estão reformulando suas práticas de Governança Corporativa.

Assegurar mais respeito aos direitos dos acionistas minoritários tem sido uma das principais preocupações do movimento de Governança Corporativa ao redor do mundo. No Brasil, após um histórico de sucessivos escândalos em que controladores se beneficiavam em detrimento dos minoritários, cujos interesses raramente eram levados em conta, alguns passos importantes têm sido dados em busca de maior equilíbrio entre

ambos os lados. Destaca-se, sobretudo, a reforma da Lei de Sociedades por Ações, que teve a melhoria da Governança Corporativa como um de seus critérios principais.

Governança Corporativa, todavia, não se confunde nem se limita à proteção do acionista minoritário. Embora trate de um assunto importante, a boa governança não pode prestar-se a esse tipo de polarização, pois deve servir à empresa como um todo, aí considerados todos os envolvidos pelas suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

2.2 Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA

Em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, implementou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente que estimulasse o interesse dos investidores e uma maior transparência das Empresas, que no fim resultasse em um maior retorno aos acionistas.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de Governança das empresas no país destaca-se a reforma na Lei das S.A., a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES, as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

No Brasil uma parte significativa das companhias já adotava diversas práticas de Governança Corporativa, mas não havia uma transparência adequada que pudesse sinalizar aos investidores quais as diferenças e vantagens oferecidas por cada uma delas.

A BOVESPA define Governança Corporativa como um conjunto de práticas e normas de conduta adotadas pelas empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma maior transparência e conseqüentemente boa valorização das ações e demais ativos emitidos pelas Companhias. A adesão aos níveis de governança não é obrigatória, e os níveis são definidos pelo maior ou menor grau de compromisso assumido pelas empresas.

Esses compromissos referem-se à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia e à adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor.

A premissa básica dos segmentos especiais é a de que boas práticas de Governança Corporativa têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco.

A redução do risco gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as empresas, cujas necessidades de investimento aumentaram com a abertura da economia e a globalização.

Segundo professores da Universidade de Harvard no estudo, “Legal Determinants of External Finance”, elaborado em 1997, quanto mais rígida a regulamentação de um país em termos de proteção aos direitos dos acionistas, mais forte é o seu mercado acionário.

Com base nos dados de 49 países (Universidade de Harvard – Legal Determinants of External Finance, 1997), o citado estudo aponta que indicadores do grau de desenvolvimento do mercado, como capitalização do mercado/PIB, número de empresas/milhão de habitantes e número de aberturas de capital/milhão de habitantes, são mais sólidos nos países onde os acionistas minoritários contam com maiores garantias.

2.3 Histórico da Evolução do Mercado de Capitais no Brasil

A formação das empresas e seu desenvolvimento no Brasil foram baseados, em grande parte, em uma estrutura familiar. No começo do século passado, as companhias contavam com uma estrutura de capital pouco alavancada e eram em sua maioria administradas por seus proprietários. De acordo com Clemente (2004), “o contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares”. Com o crescimento das empresas e a expansão dos negócios, surge

a necessidade de crédito e de uma estrutura de capital que permita o aumento da escala produtiva. Diante desse novo cenário, as empresas começam um processo de abertura do capital, o número de proprietários aumenta e a necessidade de uma administração profissional fica evidente.

Em dezembro de 1976, com as Leis 6.385 e 6.404, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e estabelecida a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), respectivamente. Pode-se dizer que o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais ocorreu a partir de 1976 com a Lei 6.404, embora em 1940 o Decreto-Lei 2.627 já tratasse do assunto.

Até então, o mercado de capitais no Brasil totalizava 387 empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) e estava estruturado em torno do Estado, o seu principal indutor e agente fomentador. A Lei 6.404 regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes. Embora já previsse questões como publicidade de informações, legalidade, responsabilização, prestação de contas, dentre outros fatores que poderiam estar associados a boas práticas de governança, a lei mostrava-se ambígua em relação a assuntos institucionais e contratuais, inclinando-se a privilegiar questões contratuais, o que denotava uma tendência a seguir os padrões norte-americanos.

Nos Estados Unidos, a quebra da Bolsa de Nova York em 1929 levou ao Securities Act de 1933 e ao Securities Exchange Act de 1934, que deram origem à criação da Securities and Exchange Commission (SEC), órgão equivalente à CVM no Brasil. As fraudes cometidas nos registros de títulos em 1929 e a excessiva liberdade dos contratos privados fizeram com que os Estados Unidos reconsiderassem sua posição excessivamente contratualista. Através da SEC, os americanos reconheceram a importância da regulação sobre as relações contratuais.

No Brasil, durante um longo período o perfil dos investidores foi pautado pelo curto prazo. Frente a outros países emergentes, a alta liquidez fez do Brasil um mercado atrativo para capitais de curto prazo pouco preocupados com questões como dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Adiciona-se,

ainda, a evolução histórica de nosso mercado de capitais, calcado inicialmente em uma estrutura familiar e investidores institucionais que se posicionavam fora do controle da empresa.

A Governança Corporativa pode ser vista aqui como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas.

No Brasil, os mecanismos de governança têm evoluído fundamentalmente focados na questão da relação entre administradores e acionistas, o que denota uma tendência a seguir o modelo de governança norte-americano, em que os primeiros conflitos entre a direção da empresa e seus acionistas datam do início da década de 1980.

A pulverização de capital existente na década de 1980 no mercado norte americano concentrou o poder na mão do Chief Executive Officer (CEO). Dessa forma, discutir os conceitos de governança era uma questão difícil e que encontrou forte oposição dos gestores da empresa. Esse processo começou a se alterar com o crescimento dos investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, que, preocupados com seus investimentos e retornos, propiciaram a evolução de discussões em torno da idéia de governança, fazendo com que o CEO partilhasse seu poder.

O mercado de capitais cada vez mais ativo e competitivo e o alto grau de alavancagem vivido pelas empresas acentuaram a importância da transparência nas práticas empresariais. A Governança Corporativa surgiu como um importante mecanismo desse processo, uma vez que a acuidade e a transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, são o cerne de seu desenvolvimento. Assegurar que os acionistas tenham amplo acesso às informações permite reduzir a assimetria de informação presente nos mercados, diminuir, conseqüentemente, o custo de captação das empresas e garante que os acionistas sejam tratados de maneira equânime e possam tomar suas decisões de investimento de forma adequada à maximização de seus resultados.

2.4 O Novo Mercado da Bovespa

A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, juntamente com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), foi a entidade responsável pela inserção prática da idéia de Novo Mercado, criado com a intenção de promover a transição para um mercado no qual a transparência das informações contábeis seja realizada de forma transparente e padronizada. Com sua criação, houve uma redistribuição dos três níveis existentes até então: mercado tradicional, mercado nível I e mercado nível II.

A criação de um segmento de classificação de empresas a partir do nível de Governança Corporativa é uma tendência mundial, de modo que conceitos próximos aos adotados no Brasil já haviam sido aplicados com sucesso em outros países do mundo. Os mercados de capitais seguem no sentido da convergência de práticas e políticas de divulgação, de modo a ampliar a eficiência das mesas de transação de um modo geral no que tange a qualidade e confiabilidade das informações financeiras e contábeis. Ainda nesse sentido, a criação do Novo Mercado gera maior aderência das práticas locais às normas internacionais de contabilidade (IFRS – International Financial Reporting Standards).

Os órgãos reguladores do mercado de capitais brasileiro, assim como os teóricos contábeis, têm emitido deliberações e pronunciamentos contábeis com o objetivo de possibilitar a convergência das práticas contábeis brasileiras. A expectativa desenvolvida pelo CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis é de que até o término de 2010 as práticas contábeis brasileiras estejam completamente alinhadas com as normas internacionais de contabilidade. Sendo as normas internacionais mais aderentes aos princípios de governança e transparência, o Novo Mercado da Bovespa já havia inserido em seu regulamento exigências que antecipavam a convergência para as IFRS. Nesse sentido, as empresas integrantes do Novo Mercado da Bovespa, criaram mecanismos de convergência para as práticas internacionais antes que as mesmas se tornassem requeridas para Companhia listadas em outros segmentos da bolsa de valores brasileira.

As empresas que aderirem ao Nível 1, ao Nível 2 ou ao Novo Mercado propriamente dito, devem adotar práticas de Governança Corporativa estabelecidas pela Bovespa. A adesão a qualquer desses segmentos se inicia através do estabelecimento de

um contrato entre a Bovespa, a própria companhia, seus controladores e administradores (conforme previsto no formulário de adesão ao Novo Mercado da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo).

No Brasil, os principais organismos envolvidos com o assunto são: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), além de outras instituições de caráter privado.

De modo geral, o conceito usualmente aceito e divulgado é o seguinte:

[...] O senso comum indica que empresas com uma estrutura de Governança Corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes obtenham melhores resultados e também sejam mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de Governança Corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado. (CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. - Governança Corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (SérieApimec).

É de amplo conhecimento, que inúmeros fatores afetam significativamente o valor de mercado de uma empresa de capital aberto com títulos de patrimônio disponíveis para negociação. A associação de uma Companhia ao Novo Mercado gera de forma intrínseca um maior reconhecimento do investidor em relação com a empresa. Ao passo que empresas listadas no mencionado segmento da bolsa de valores passam a ser alvo de fundos de investimento que buscam investimento em mercados emergentes, além de que em geral as taxas negociadas para captação no mercado financeiro nacional são com frequência afetadas pelo grau de transparência, qualidade da apresentação e saúde espelhadas pelas informações financeiras, é possível identificar relação direta entre retorno financeiro e aumento nos níveis de Governança Corporativa

Listamos abaixo as principais exigências para participação no Novo Mercado:

- Não emissão de ações preferenciais;
- Realizações de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle das companhias;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IFRS;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- 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 de empresas.

2.5 Relações com Investidores

As empresas buscam de forma incessante mais do que nunca o aumento do seu valor como investimento. A pressão sobre as administrações por melhores resultados e retornos aos acionistas, e a busca por capital a custos baixos para crescer e sobreviver a cada vez maior competição no mercado globalizado, obrigou as empresas a estreitar o relacionamento com seus investidores.

Além de todos os benefícios concedidos aos investidores nos diversos níveis de Governança Corporativa estabelecidos pela Bovespa, é notório o aumento pelas empresas da utilização da tecnologia da informação de forma a diversificar os canais de

comunicação com seus efetivos ou potenciais investidores, bem como o mercado de um modo geral.

Grande parte das empresas com ações negociadas na bolsa disponibilizam em seus sites na internet, área exclusiva de relações com investidores, onde são disponibilizados dados econômicos, financeiros e societários, que agora estão à disposição de qualquer pequeno investidor.

Os investidores medem o êxito na escolha das ações na base do retorno total, o qual é representado pela combinação da valorização do preço das ações (o chamado ganho de capital) e o retorno com dividendos. Se em um determinado ano uma ação valoriza 10% e distribui mais 10% em dividendos e juros sobre capital próprio, o retorno total do acionista naquele ano foi de 21%. Há empresas que por estarem já em uma fase madura de seus investimentos podem distribuir 100% do lucro ou mais.

2.6 Escândalos corporativos e a Governança Corporativa

A série de escândalos corporativos observados desde setembro de 2001, envolvendo empresas como a Tyco, Enron, Parmalat, Skandia e WorldCom, para não falar dos Bancos Nacional e Econômico no Brasil, permitiram identificar diversas formas de abuso e colocaram a Governança Corporativa na pauta das principais preocupações de empresas, governos e investidores.

Entre os vários tipos de irregularidades verificamos fraudes contábeis; empréstimos para administradores; *insider trading* e evasão fiscal. Em todos os casos as bases da Governança Corporativa não foram respeitadas, notadamente quanto à transparência e prestação de contas.

Fato é que não basta possuir Conselho de Administração e Fiscal, Auditoria Independente e Interna. É necessário que tais organismos funcionem adequadamente e que os preceitos legais sejam rigorosamente seguidos.

Um dos principais pontos de descasamento entre interesse do investidor e dos executivos que comandavam as citadas empresas era a forma de remuneração através de

stock options. Favoreceu-se a valorização da *stock performance* em detrimento da *corporate performance*.

Obviamente, maior *disclosure* interessa apenas às boas empresas, de vez que os potenciais investidores terão acesso a informações que permitirão associá-las a um risco relativamente menor e, conseqüentemente, captar recursos a preços inferiores à média do mercado.

III. METODOLOGIA

3.1 Metodologia do trabalho

Através da metodologia de estudo de eventos analisam-se os efeitos ocorridos nos preços das ações das companhias que aderiram a estas práticas diferenciadas de Governança Corporativa. Assim, em termos de metodologia do trabalho científico, optou-se por um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (1994, p. 26)

[...]“são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm em comum forte preocupação com a relação causal entre variáveis”.

Para fins de direcionamento da pesquisa, inicialmente será necessário fazer a introdução e desenvolvimento sobre a relevância do estudo. Face à abrangência do tema, haverá necessidade de delimitar o tratamento dado aos pontos críticos, de modo a atingir os objetivos esperados. A análise dos dados levantados será realizada através do comparativo entre dados estatísticos públicos, os quais fornecerão base para a tomada de decisões e conclusão acerca dos questionamentos levantados ao longo do tópico “Problemática, pág. 07”.

3.2 Delimitação do tema

Uma delimitação deste estudo diz respeito ao universo das empresas. Analisar se companhias com boas práticas de Governança Corporativa conseguem obter melhores resultados e serem avaliadas positivamente em relação às outras é uma idéia que é válida em um determinado contexto, principalmente no âmbito do mercado de capitais. Alguns teóricos (conforme explicitado no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – www.ibgc.com.br) exaltam fortemente a governança, sendo que Carlsson (2001) afirma que o século XXI será a era da Governança Corporativa. A governança é um assunto importante, mas este trabalho não visa corroborar generalizações como esta.

As cotações de ações tomadas como amostra são representativas de papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo de empresas que participem de algum segmento do Novo Mercado. Os preços das ações são influenciados por diversos fatores,

sendo assim, a consideração da resposta do mercado acionário a estes eventos é de certa forma limitada.

Neste sentido, outra delimitação refere-se à não consideração dos efeitos advindos da teoria das finanças comportamentais, quais sejam as diferentes reações dos investidores em determinados momentos vivenciados. Kimura (2002, p. 2) ressalta que:

[...] Se para a hipótese de mercados eficientes a sobre-reação e a sub-reação são comportamentos possíveis devido ao acaso, para as finanças comportamentais, reações exageradas ou lentas do mercado são fatos esperados por refletirem aspectos psicológicos dos investidores que acarretam desvios consistentes dos preços de mercado em relação aos seus valores intrínsecos.

A metodologia de estudo de eventos tem como uma de suas premissas a hipótese do mercado eficiente, a qual possui limitações inerentes, tais como não ser possível mensurar se uma ação incorporou integralmente certa informação disponível dentre os dados disponíveis. Outra limitação em relação à hipótese do mercado eficiente refere-se à velocidade com a qual o mercado reage. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 118) dizem que “os mercados reagem a novas informações com rapidez notável, e até se antecipam à divulgação de informação contábil”. A reação antecipada representa um fator de limitação para a metodologia de estudo de eventos.

3.3 Coleta e tratamento dos dados

A coleta dos dados apresentados no presente estudo se deu principalmente a partir de artigos científicos, trabalhos monográficos de temas correlatos dentre documentos de caráter público.

De modo a corroborar os conceitos desenvolvidos, faremos uso de gráficos elaborados pelo autor através de consultas a séries históricas dentre outras fontes associadas ao tema. Os dados não sofrerão inicialmente qualquer tratamento de adequação estatística ou matemática com o intuito de tornar a visualização didática, salvo quando indicado pelo autor.

As conclusões frente aos questionamentos levantados durante a etapa de introdução do estudo serão tomadas com base em comparativos entre índices financeiros, restringindo a análise dos dados à abordagens quantitativas dos dados, desconsiderando por consequência quesitos subjetivos das informações acessadas, dentre outras análises qualitativas.

IV. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Utilização de Índices de ações

Diversos autores descrevem a importância desempenhada pelos índices que avaliam as flutuações médias das cotações das ações negociadas nas diversas bolsas de valores do mundo. Tais índices, entre eles o *Dow Jones Industrial, Standards & Poors 500, NIKKEI 250 e o IBOVESPA*, fornecem a cada momento uma noção precisa das tendências do mercado acionário e, conseqüentemente, da economia como um todo. Eles permitem ainda a comparação entre os diversos mercados acionários ao redor do mundo e viabilizam as decisões de investimentos dos diversos tipos de investidores, por funcionar como referência (*benchmark*) para analisar o comportamento de determinada ação e representar a tendência geral do mercado.

O índice Bovespa (*IBOVESPA*), criado em 1968, além de funcionar como referência para se avaliar o desempenho de ações ou carteiras de investimentos no Brasil, é também referência para análise macroeconômica, por refletir o desempenho geral da economia; um padrão de risco, que reflete as tensões do mercado acionário; e como indicador antecipado da atividade econômica nacional.

Conforme definido na sua metodologia de cálculo (Bovespa, 2002), o índice BOVESPA é “o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968, a partir de uma aplicação hipotética”.

O lançamento do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), em 26 de junho de 2001, teve como objetivo “medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentam bons níveis de Governança Corporativa” (Bovespa, 2001). Esse índice, composto apenas por empresas listadas nos Níveis 1 ou 2 e principalmente no Novo Mercado da Bovespa, é ponderado por fatores diferenciados, dependendo do segmento de listagem ao qual a empresa participe e pelo valor de mercado destas empresas, com base nas suas ações em circulação.

4.2 Comparativo entre o IGC e o IBOVESPA

Partindo da premissa de que grande parte dos títulos que compõem o IGC (Índice de Governança Corporativa) é de empresas integrantes do Novo Mercado da Bovespa, apresentaremos comparativo gráfico entre o IGC e a flutuação do IBOVESPA no período de 2001 a 2007, nos quais ambos já haviam sido implementados de forma segura e para os quais existem dados comparativos catalogados disponíveis.

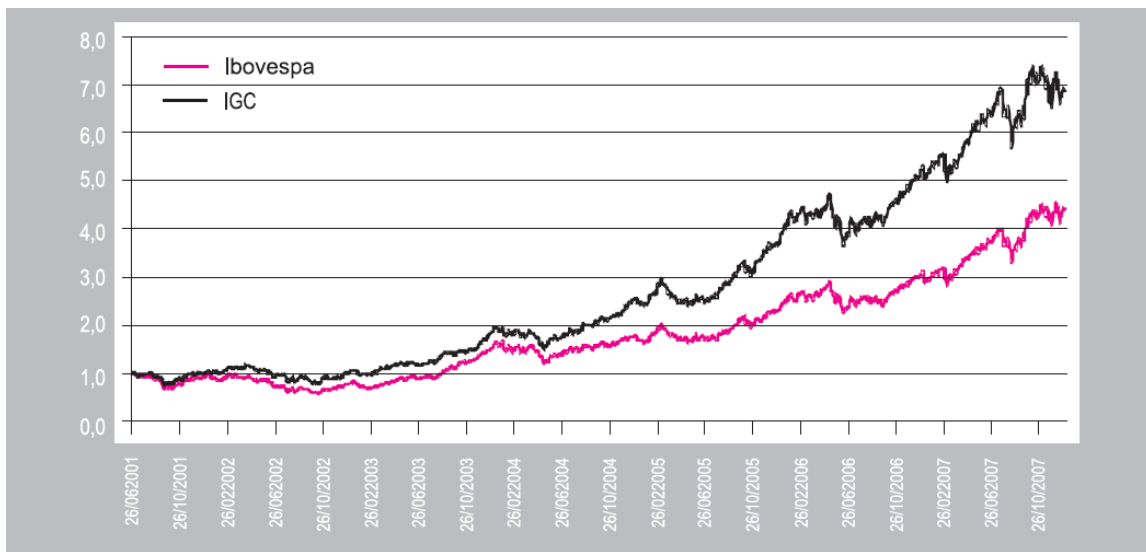


Figura 1

Conforme apresentado na Figura 1, é possível atestar que desde a sua criação, o Índice de Governança Corporativa superou o IBOVESPA de forma consistente. O gráfico anterior foi elaborado a partir das cotações de fechamento mensal entre janeiro de 2001 e outubro de 2007. O demonstrativo foi elaborado a partir da pontuação histórica dos índices, demonstrando no longo prazo distanciamento do referencial de Governança Corporativa (IGC) em detrimento da listagem de ações mais líquidas em negociação (IBOVESPA).

O gráfico apresentado a seguir (Figura 2) demonstra a evolução dos índices entre os 2001 e 2008 considerando as pontuações de fechamento anual dos referenciais.

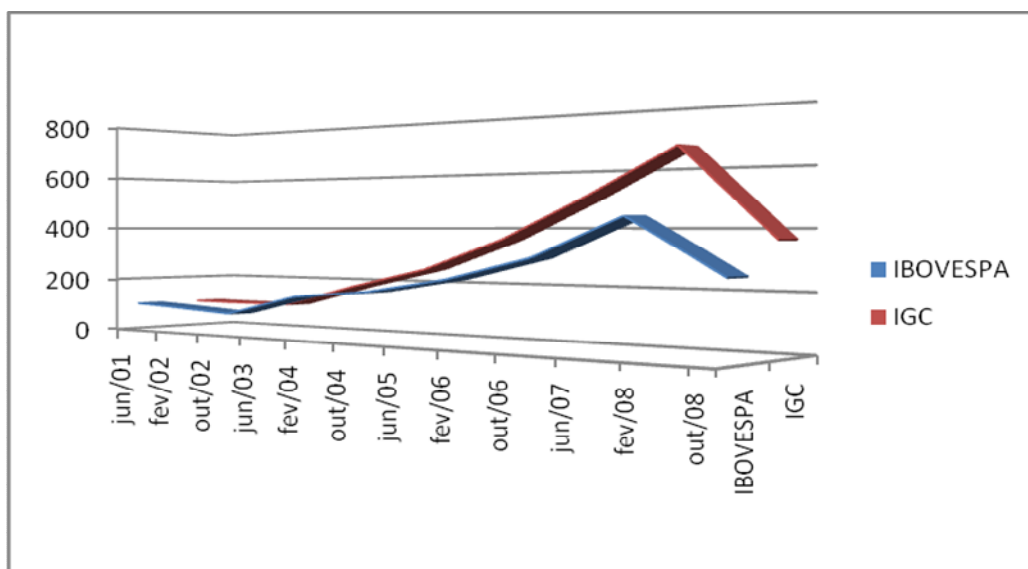


Figura 2

Através do comparativo é possível concluir que ainda em períodos de queda acentuada dos títulos negociados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, houve menor perda de rentabilidade pelas empresas as quais adotaram políticas afirmativas no tocante a Governança Corporativa. Tal conclusão pode ser adicionalmente corroborada através do comparativo mensal realizado no ano 2009 e 2010, exercícios especialmente conturbados nos Mercados de Capital mundiais:

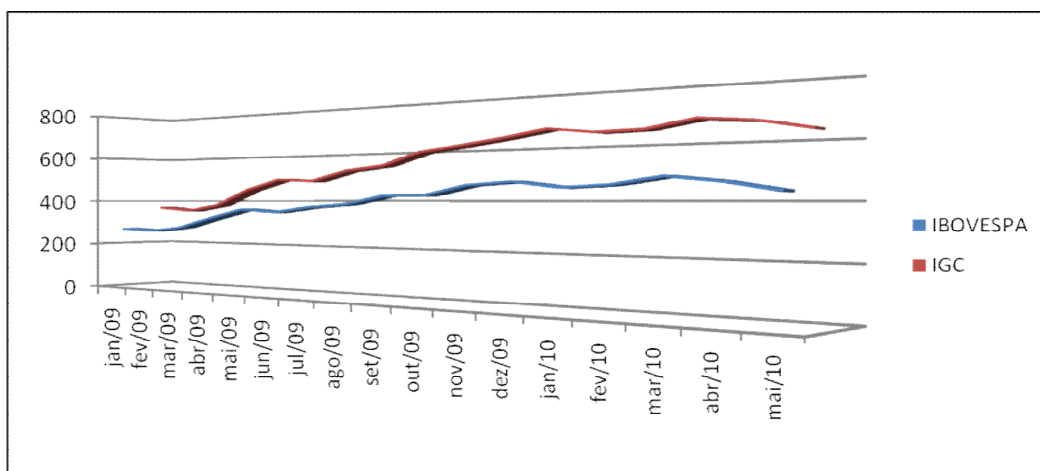


Figura 3

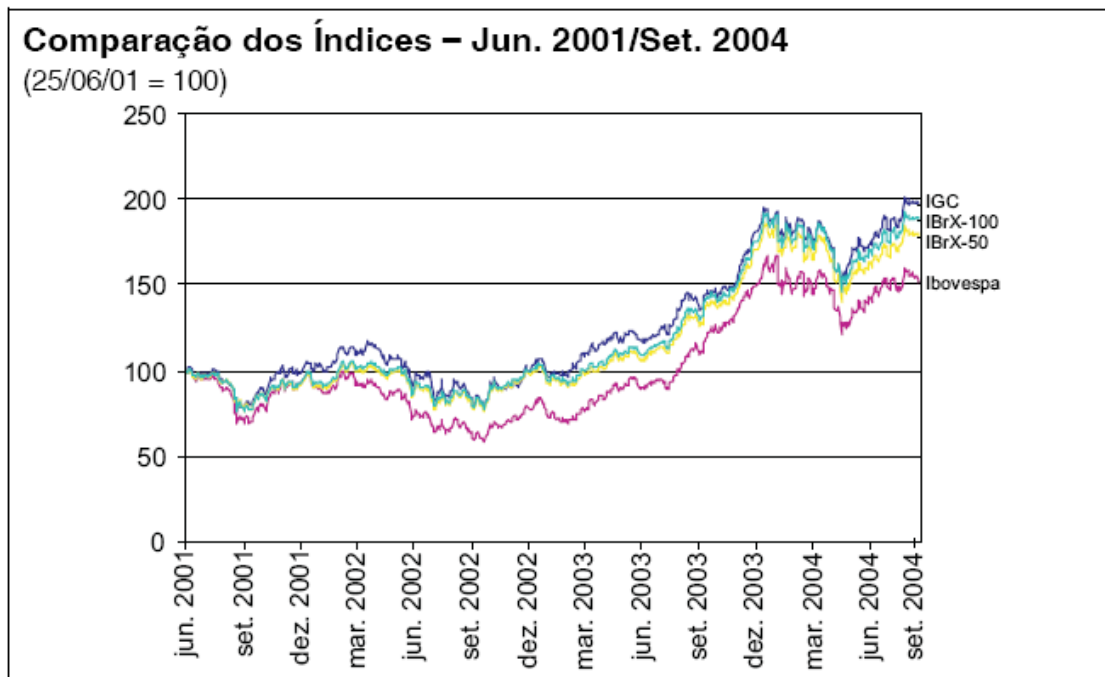
4.3 Comparativo entre o IGC e outros índices

Nas práticas de boa governança estabelecidas pela Bovespa, a passagem para um patamar superior de governança aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade das informações prestadas pelas empresas. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado. De um modo geral, a volatilidade dos títulos negociados nos mercados globais está associada à existência de fatos relevantes e da natureza especulativa do mercado de ações como um todo. A medida que as empresas adotam políticas no sentido aumentar o acesso as informações operacionais e financeiras as Companhias desenvolvem uma proteção natural para movimentos especulativos no sentido de que informações privilegiadas ou estratégicas já foram de alguma forma divulgadas para o grande público.

Ao estabelecer níveis de governança, a Bovespa pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis guardem uma forte correlação com a valorização e a menor volatilidade das ações.

Alguns estudos têm sido realizados com o intuito de corroborar essa afirmativa, mas questões como o grau de pulverização do capital, a liquidez das ações e o tamanho da série histórica são fatores que tendem a alterar ou no mínimo “poluir” tais resultados.

O gráfico a seguir confronta a evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa com o desempenho do IGC. Observa-se uma forte correlação entre o IGC e os índices IBrX, em especial o IBrX-100, o que pode ser explicado, em parte, pela própria composição da sua carteira de ações, que representa 92,75% das ações listadas no IGC. Entre junho de 2001 e setembro de 2004, conforme pode ser observado na tabela abaixo, o IGC foi o índice que apresentou maior valorização. Em termos percentuais, entretanto, essa valorização só foi significativamente superior à do Ibovespa, superando-o em 47 pontos percentuais (162% x 115%). Apesar de ser esperado que o IGC apresentasse retornos superiores significativos em relação a todos os índices, nota-se na tabela que sua superioridade em relação ao IBrX-100 é praticamente insignificante, especialmente se analisado em termos anuais.



Varição Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04
(Em %)

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Varição do Índice	50,00	87,46	78,22	97,00

Fonte: Economática (cotação de fechamento).

Figura 4

Com o objetivo de melhor avaliar o impacto das práticas de governança nos índices IBrX-100, IBrX-50 e Ibovespa, foi estabelecido um novo critério, utilizando as carteiras estáticas dos índices, válidas de setembro a dezembro de 2004 (Figura 4), extrapolando-as para o período junho de 2001 a setembro de 2004. Essa hipótese levou a resultados diferenciados da rentabilidade verificada na tabela anterior, uma vez que a metodologia adotada despreza as mudanças quadrimestrais das ações que compõem os índices em questão.

Os resultados da tabela de variação acumulada dos índices mostram uma clara tendência de que as empresas com práticas de boa governança tendem a superar a rentabilidade daquelas que optaram por não se adequar a tais critérios. No entanto, deve-

se enfatizar que as simplificações utilizadas, adicionadas ao fato de se tratar de uma série muito pequena, fazem com que os resultados obtidos devam ser observados com cuidado.

Expandindo um pouco mais a análise, foi calculada a relação existente entre o valor da ação e o lucro líquido por ação, conforme observado na tabela a seguir. Nota-se que as empresas presentes no IGC apresentaram uma superioridade representativa em relação aos outros índices quando se trata de avaliar o preço da ação em relação ao lucro líquido. Tal resultado corrobora diversas pesquisas existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de captação das empresas.

Pode-se inferir que a superioridade das empresas presentes no IGC decorre de uma precificação favorável do mercado, uma vez que pelo critério do fluxo de caixa descontado as empresas com boas práticas de governança tendem a usufruir de uma taxa de desconto inferior, dado o seu menor risco de crédito.

Estudo de Bhojraj e Sengupta (2001) aponta uma forte evidência de que as empresas que apresentam boas práticas de governança tendem a ter menor custo de capital:

[...]“Governance mechanisms can reduce default risk by mitigating agency costs and monitoring managerial performance and by reducing information asymmetry between the firm and the lenders. We find firms that have greater institutional ownership and stronger outside control of the board, enjoy lower bond yields and higher ratings on their new bond issues.”

**Varição Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04
(Em %)**

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-100	IGC
Varição do índice assumindo carteira de ações fixa no período	123,49	185,39	164,84	207,91
Participação das ações com práticas de governança no índice	24,84	45,04	45,98	100,00
Varição das ações com práticas de governança no índice	292,07	221,31	225,6	207,91
Varição das ações sem práticas de governança no índice	67,78	155,95	113,12	n.d.

Fonte: Economática (cotação de fechamento).

V. CONCLUSÃO

Vários estudos na literatura (dentre os principais os citados ao longo desse trabalho) sobre Governança Corporativa têm procurado verificar os efeitos das práticas de boa governança sobre as empresas, mas ainda não existe uma resposta clara sobre os seus resultados nos retornos da ação ou mesmo na sua volatilidade. A tendência tem sido afirmar que existem ganhos significativos apenas quanto ao custo de captação.

Este estudo procurou analisar tais impactos nas empresas brasileiras, mas não foram obtidos resultados conclusivos, especialmente em virtude do tamanho da amostra existente e das grandes mudanças ocorridas na base de dados. No entanto, pode-se dizer que os resultados apresentados na seção IV refletem uma superioridade das empresas com boa governança em relação às outras. Isso significa que o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que parece estar estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas.

Infere-se daí que a Governança Corporativa, ao propiciar a redução da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, tende a provocar a redução do custo de capital. A superioridade da relação preço/lucro líquido das empresas constatada neste artigo nos três níveis de governança existentes induz a uma correlação positiva entre menor risco de crédito e governança.

Na literatura internacional sobre o assunto, apesar do maior tamanho da amostra, os resultados observados são semelhantes. Nas palavras de Black, Jung e Kim (2002):

“... We do not study stock price returns because they are ambiguous. If investors value firms with better governance more highly, a firm that improves its governance over the sample period could show higher price returns than other firms. In contrast, a firm that maintains a high governance level throughout could show lower returns, to reflect its lower cost of capital.”

A Governança Corporativa proporciona aos credores maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido. O resultado é que, para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais. Quais os impactos mensuráveis que elas apresentam? Para uma resposta adequada a essa

questão, é necessário dar um pouco mais de tempo ao mercado de capitais brasileiro para que as mudanças implementadas estejam sedimentadas na estrutura organizacional da empresa, de modo a permitir uma análise adequada.

VI. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

PARREIRAS, Fernando Silva. Impacto da migração para os níveis de Governança Corporativa da BOVESPA: uma análise do risco. Belo Horizonte: FACE / UFMG.

BOVESPA – Novo Mercado, Níveis Diferenciados de Governança Corporativa; Câmara de Arbitragem, Tag Along. Informações disponíveis em www.bovespa.com.br, endereço eletrônico acessado nos dias 6, 7, 8 e 10 de março de 2010.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES
www.bndes.gov.br

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – www.cvm.gov.br

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Informações disponíveis em www.ibgc.org.br

JORNAL VALOR ECONÔMICO – consultas diárias: 2004, 2005 LAMEIRA, V.J. Governança Corporativa. Rio de Janeiro; Forense Universitária, 2001

MCKINSEY E COMPANY. Panorama de Governança Corporativa do Brasil, 2001

SANTOS, A. P. A Governança Corporativa e os acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto celebrados no âmbito de companhias abertas. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). Governança Corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

BHOJRAJ, S., SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. Cornell University and University of Maryland, Nov. 2001.

CORRÊA, R. O. B. A função social do poder de controle nas sociedades anônimas: aspectos atinentes à Governança Corporativa. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). Governança Corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).

UNIVERSIDADE DE HARVARD. Legal Determinants of External Finance, 1997,