



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

MONOGRAFIA

**OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A PERCEPÇÃO
DE RISCO NAS EMPRESAS COM MAIOR LIQUIDEZ DA
BOVESPA**

Autor: Leonardo Guimarães Machado

Orientador: Aléxis Cavicchini Teixeira de Siqueira

Dezembro/2009

Leonardo Guimarães Machado

MONOGRAFIA SUBMETIDA À FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E
CIÊNCIAS CONTÁBEIS COMO REQUISITO NECESSÁRIO À OBTENÇÃO DO
GRAU DE BACHAREL EM ADMINISTRAÇÃO.

Aprovação da banca examinadora:

Prof Orientador:

Prof Examinador:

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a realização desse trabalho à todos aqueles que de alguma forma contribuíram direta ou indiretamente para fosse possível transformar minhas idéias em um texto organizado nesse documento. Em especial agradeço meus pais pela compreensão e paciência dispensada, ao meu irmão sempre presente e aos amigos pelas palavras de apoio.

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| Resumo..... | 5 |
| 1. Introdução..... | 6 |
| 1.1 Objetivo..... | 7 |
| 1.2 Relevância..... | 7 |
| 2. Metodologia..... | 8 |
| 3. Referencial Teórico..... | 9 |
| 3.1 Modelos de Custo de Capital..... | 10 |
| 3.2 Modelos de Governança Corporativa..... | 17 |
| 3.3 O Modelo Brasileiro..... | 19 |
| 4. Análise dos resultados..... | 23 |
| 5. Conclusão..... | 26 |
| 6. Sugestões Para Futuros Trabalhos..... | 27 |
| Referências Bibliográficas..... | 28 |
| Anexos..... | 30 |

Leonardo Guimarães Machado

Dezembro/2009

RESUMO

Nesta monografia será tratada a problemática que correlaciona o custo de capital das empresas de capital aberto no mercado brasileiro e o seu nível de governança corporativa. A partir do ano de 2001 a BOVESPA passou a adotar níveis diferenciados de governança para as empresas listadas, essa classificação diferenciada veio para contribuir com o processo de transparência das informações divulgadas pelas companhias e principalmente para atender aos investidores minoritários que no ambiente brasileiro se ressentem de assimetrias informações e dados. Dentro do contexto atual de listagem diferenciada para empresas dentro da BOVESPA, incluindo a fatia mínima de capital que deve estar sendo negociada em bolsa, o *Free Float*, será relacionado o nível de governança corporativa e o custo de capital das empresas de maior liquidez na bolsa brasileira.

Será tratada de forma empírica e através de observações em janelas de tempo definidas o comportamento de volume e capitalização das empresas mais líquidas do índice IBOVESPA, após a realização da migração para os níveis diferenciados de listagem da bolsa brasileira.

1. INTRODUÇÃO

Com o crescimento do mercado de capitais brasileiro verificado nas últimas duas décadas os agentes de mercado se ressentiram da necessidade da criação de novas práticas de governança corporativa. Os participantes e os órgãos reguladores entenderam que a criação de níveis diferenciados de classificação para as companhias listadas em bolsa era uma forma de dar mais transparência e segurança para os investidores em geral.

A partir das alterações introduzidas pela Lei 10.303/01, com o advento da Lei 6.404/76, passando pela criação dos Níveis de Governança Corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa -, o mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado de ações, vem paulatinamente se recuperando do grande esvaziamento ocorrido, notadamente na década de 90.

As transformações que a economia globalizada vem passando denotam cada vez mais a necessidade de empresas, sociedade e governo de estenderem controles, aumentar a transparência em seus processos e informações, sendo assim surge a necessidade de criação de mecanismos que possam dar visibilidade e mensuração de resultados com o aperfeiçoamento dessas técnicas.

Modelos com o CAPM – *Capital Asset Pricing Model*; e o APT – *Arbitrage Pricing Theory* sofrem restrições para sua aplicação prática justamente por não refletir certos aspectos técnicos e subjetivos na mensuração de riscos. Podemos citar alguns fatores que levam às distorções, notadamente no ambiente brasileiro é de difícil mensuração a taxa livre de risco, levando quase sempre a simplificações e adaptações nem sempre aconselháveis. A utilização das taxas dos títulos do tesouro americano de mais longo prazo pode não ser aplicável à realidade doméstica gerando resultados nem sempre precisos.

1.1 OBJETIVO

O objetivo do presente trabalho é definir uma relação entre os níveis de governança praticados na BOVESPA - a segmentação diferenciada de listagem, Níveis 1 e 2 e Novo Mercado - as classificações e listagem das empresas listadas de acordo com suas práticas, e o custo de capital com que elas se financiam.

1.2 RELEVÂNCIA DO PROJETO

Outros autores já abordaram a questão da correlação entre os níveis diferenciados de governança corporativa e o custo de capital das empresas de forma analítica demonstrando através de regressões e estudos de hipóteses o impacto que as migrações de níveis de listagem trazem para as empresas e na geração de valor para seus acionistas.

O presente trabalho traz uma abordagem empírica-analítica acerca do tema, pois através de observações no período inicial da migração das empresas mais líquidas da bolsa brasileira foi observado as variações sobre volume e a capitalização após aderirem aos níveis de regras de governança corporativa.

2. METODOLOGIA

Segundo MEDEIROS (1997), a realização da pesquisa científica exige a utilização de métodos que são classificados em dedutivo e indutivo. Este trabalho se classifica com indutivo, uma vez que, partindo de fatos singulares – como a observação do risco das empresas que migraram para os níveis de GC –, visa-se a chegar a uma conclusão ampla, ou seja, uma generalização.

Para GIL (2002), em sua classificação das pesquisas com base em seus objetivos gerais, descreve três grandes grupos: exploratórias, descritivas e explicativas. Este projeto se classifica como uma pesquisa descritiva, sendo que um de seus objetivos é "a descrição das características de determinada população". Esta classificação se justifica no estabelecimento de seu marco teórico.

O escopo do presente trabalho é fazer uma relação empírica entre os conceitos de governança corporativa dos níveis diferenciados de listagem de empresas na bolsa BM&FBOVESPA e a diminuição na percepção de risco das mesmas por partes dos participantes e investidores.

Dados coletados como a evolução de participação das empresas que aderiram à melhores práticas de governança, os percentuais de volume e capitalização dessas companhias sobre o universos de empresas com ações negociadas em bolsa, e a tendência e comparação entre dois índices, notadamente o índice de governança corporativa, com a percepção de menor volatilidade e conseqüente redução de exposição ao risco

3. REFERENCIAL TEÓRICO

Na definição de custo de capital Damodaram (2001) a mostra que a relação entre o custo de capital e a estrutura ótima de capital é baseada na relação entre o valor da empresa e o custo de capital. Caso a decisão seja de maximização de valor da empresa então a escolha deve ser por minimizar o custo de capital, otimizando o seu mix de financiamento.

Foram pioneiros como Markowitz (1952); Sharpe (1964) e Lintner (1965) na elaboração e desenvolvimento do modelo CAPM colaborou na fundação e dispersão de uma das mais importantes ferramentas das finanças modernas. Um dos aspectos mais relevantes do desenvolvimento do CAPM, derivado da teoria do *portfólio* reside no fato de que este busca uma resposta de como devem ser relacionados e mensurados o risco e retorno de uma avaliação de ativos.

3.1 MODELOS DE CUSTO DE CAPITAL

O CAPM é baseado em um mercado em equilíbrio, e como tal, todas as suposições subjacentes aos mercados eficientes são incorporadas pelo modelo.

Existem diversos métodos para explicar o comportamento do preço das ações em relação a um determinado mercado. Isso permite aos investidores avaliarem o impacto de risco sobre o ativo; entre vários os métodos encontrados, temos o CAPM (*Capital Assets Pricing Model* ou Modelo de Precificação de Ativos).

Há dois tipos de riscos (sistemático e não sistemático), a saber:

- O risco não sistemático afeta uma empresa ou um segmento econômico sem que as empresas fora deste segmento sejam significativamente afetadas. Exemplo: aumento acentuado de atos terroristas em vôos comerciais. Isto teria um enorme impacto sobre o faturamento e, conseqüentemente, sobre o resultado das empresas aéreas. Possivelmente as vendas de sorvetes não seriam afetadas. É o risco que independe do mercado e pode ser eliminado através da diversificação, com o aumento da quantidade de diferentes ativos.
- O risco sistemático é o risco a que estão sujeitas todas as empresas situadas em um mesmo universo econômico, ainda que com diferentes graus de intensidade. Exemplo: a inflação reduz o poder de compra da população e, em conseqüência, o consumo na economia. Trata-se, portanto, de um risco sistemático, parcela do risco que não pode ser eliminada pela diversificação e está relacionada com o comportamento do mercado.

É no risco sistemático que entra a Teoria do CAPM, um modelo aperfeiçoado por SHARPE (1964) e LINTNER (1965) e ainda hoje muito usado para estimar o retorno exigido pelos investidores em títulos, ações e até mesmo em um projeto de investimento. Este risco do sistema (sistemático) não pode ser eliminado, mas somente reduzido.

O CAPM baseia-se no princípio de que o retorno esperado de um ativo estará relacionado a uma medida de risco deste ativo conhecido como beta (β), ou seja, através deste modelo pode-se associar o risco não diversificável (coeficiente beta) e o retorno de todos os ativos.

O coeficiente beta é um índice do grau de movimento do retorno de um ativo em resposta à mudança no retorno de mercado. O retorno de mercado é obtido através do retorno médio ponderado de todos os títulos negociados naquele mercado. No caso do Brasil, seria o retorno de uma carteira de ações que fosse composta por todos os títulos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

De acordo com Copeland & Weston (1988, p.198), o risco total de qualquer ativo individual pode ser dividido em duas partes:

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco Não Sistemático}$$

O risco relevante, que deve ser administrado e que interessa no desenvolvimento do CAPM é o risco sistemático, como já comentado anteriormente, pois, o risco não sistemático pode ser eliminado com a diversificação.

Um título ou uma carteira de títulos deve ser administrado conforme a sua relação com a carteira de mercado. Assim, deve-se buscar saber como ativos específicos ou carteiras de ativos se movem diante de alterações verificadas no mercado como um todo.

A relação entre os retornos de um título ou carteira de títulos e os retornos da carteira de mercado pode ser desenvolvida por meio de dados históricos, como forma de definição objetiva para previsão dos resultados futuros. Identificados os retornos dos ativos ou das carteiras de ativos e da carteira de mercado, pode-se fazer uma regressão linear, onde são identificadas duas importantes medidas financeiras: o coeficiente beta (β) e o coeficiente alfa (α).

A partir da reta característica do processo de regressão linear ($Y = a + bx$), tomando o prêmio pelo risco de mercado e o prêmio pelo risco de um ativo individual como parâmetros de regressão, se expressa à reta característica do modelo de precificação de ativos:

$$R_j - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f) + E_j$$

Onde:

1. R_j = retorno proporcionado pelo título ou carteira de títulos em cada horizonte de tempo estudado;
2. R_f = retorno proporcionado pelos ativos livres de risco;
3. R_m = retorno da carteira de mercado;
4. α = coeficiente alfa, parâmetro linear da reta de regressão;
5. β = coeficiente beta, parâmetro angular da reta de regressão que identifica o risco sistemático do ativo em relação ao mercado;
6. E_j = erro da reta de regressão, que representa o risco não sistemático.

Como já comentado o risco não sistemático pode ser eliminado pela diversificação, desta forma, $E_j = 0$. O parâmetro linear da reta de regressão (α), em processo de equilíbrio deve ser também igual a zero, ou seja, a reta característica passa pela origem.

Se alfa é negativo, um investidor racional iria preferir o melhor resultado esperado proveniente da combinação de um ativo sem risco com a carteira de mercado, sentindo-se desestimulado em investir na ação. Nesse caso de rejeição da ação, Van Horne (2004) admite que seu preço cairá determinando, em consequência, uma recuperação do retorno esperado. Pela teoria, essa valorização da taxa de retorno da ação deve ocorrer até o nível de alfa atingir zero. Em caso contrário, para a situação de uma ação com coeficiente alfa positivo ($\alpha > 0$), os investidores sentirão atraídos para sua aquisição, elevando o preço do ativo e reduzindo, em consequência, o seu retorno esperado.

Desta forma, considerando $E_j = 0$ e $\alpha = 0$, e transpondo os termos da reta característica apresentada acima, tem-se:

$$R_j = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Esta equação exprime o modelo do CAPM, apresentando o risco sistemático de um ativo ou carteira de ativos, através do parâmetro angular na reta de regressão linear (β). Como a carteira de mercado contém exclusivamente o risco sistemático, esta apresenta um beta igual a 1,0.

Na avaliação do risco de uma carteira, o beta pode ser entendido como a média ponderada de cada ativo alocado na carteira. Como medida apropriada de risco, a sua relação como retorno esperado deve ser positiva, indicando que os indivíduos deterão um título ou carteira de títulos com risco, somente se seu retorno esperado proporcionar uma compensação adequada pelo risco existente. A relação entre a medida de risco, identificada pelo beta, e o retorno esperado origina a linha de mercado de títulos (SML).

Segundo Ross et al. (1995), existem alguns aspectos importantes associados à SML:

1. Um beta igual à zero: um beta igual à zero é dado pela taxa livre de risco, pois um ativo com beta nulo não possui risco relevante.

2. Um beta igual a um: como a carteira de mercado é ponderada pelo valor de mercado de cada título representado na carteira, o beta da carteira de mercado é igual a um.

A interpretação do beta é de que, caso o ativo em estudo tenha um beta igual a dois, seu risco será duas vezes maior que aquele do mercado. Uma variação de 2% no retorno do mercado, por exemplo, causará uma variação de 4% na do ativo em estudo, tanto para cima (+2% causa +4%) quanto para baixo (-2% causa -4%).

3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme consta no glossário da Wharton School et al. (1997), a Governança Corporativa pode ser definida como o conjunto de regras e procedimentos para garantir que uma companhia seja administrada adequadamente, que os diretores certos sejam nomeados com suas regras definidas e que os diretores se comportem apropriadamente, segundo a lei e a melhor prática. O modo como as companhias são conduzidas varia amplamente entre os países e não existe um modelo universal simples que possa ser seguido.

Pontuando Lodi (2000), afirma que as práticas de governança corporativa estão baseadas em 4 conceitos determinísticos aplicados. O senso de justiça e equidade para os acionistas minoritários contra transgressões dos majoritários e controladores, a transparência da apuração e divulgação dos registros contábeis, responsabilidade pela prestação de contas por parte dos gestores e o cumprimento às leis do país.

Segundo Siffert-Filho (1998), governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários. Siffert-Filho (1998) afirma que a estrutura de propriedade de uma firma é um dos principais determinantes da governança corporativa e, de acordo com Williamson (1996), são quatro as razões para isto:

1. A concentração de propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma e na implementação de mecanismos de monitoramento dos administradores, isto é, farão valer sua voz, em vez de possuírem estratégias de saída;
2. O fato de os administradores deterem ações irá afetar os incentivos com que contam para maximizar o valor para os acionistas, em vez de desenvolverem seus próprios objetivos;

3. Segundo a teoria de finanças, os acionistas / proprietários que têm portfólios diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco por parte da firma, ao passo que proprietários com uma parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;
4. A liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento de investimentos das corporações;

Para Jensen e Meckling (1976), o alvo predominante no tratamento desta questão é o da teoria da agência. Nesta perspectiva, um sistema de governança corporativa emerge justamente para procurar resolver o problema de agência oriundo da separação da propriedade do controle das corporações. Na medida em que uma grande corporação tem sua propriedade pulverizada e seu controle entregue a executivos não proprietários coloca-se o problema de como garantir que o comportamento destes executivos esteja afinado com a maximização do valor para os acionistas.

A questão do monitoramento fica complicada neste contexto dado o chamado problema do *free-rider*¹: uma vez que cada acionista detém uma participação pequena das ações da companhia e qualquer ação que ele tomar no sentido de melhorar o desempenho da companhia traria benefícios para todos os demais acionistas, apesar dele arcar com todos os custos desta eventual ação, os incentivos para um monitoramento são diminutos. O sistema de governança corporativa deve, portanto, oferecer uma solução economicamente eficiente para este problema.

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, impressa pela Lei 10.303/01, que teve este como um de seus critérios inspiradores.

¹ Problema do *Free Rider*: São os indivíduos que consomem mais que sua participação em um recurso público.

Governança corporativa, todavia, não se confunde nem se limita à proteção do acionista minoritário. Embora trate-se 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 investidores envolvidos pelas suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade em que a mesma atua.

Deve se prestar não somente a simples disponibilização de informação e registros em livros contábeis, mas principalmente às demandas da sociedade. As grandes empresas multinacionais já vem à algumas décadas se debruçando sobre o problema e tentando construir uma imagem de transparência com seus interlocutores

3.2 MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A teoria que trata das questões de governança corporativa despertou interesse nos anos 30, nos EUA, quando Berle e Means (1932) apresentaram questões relacionadas com o custo de agenciamento e, na mesma época, Coase (1937) mostrou também os princípios da economia dos custos de transações, destacando o papel exercido pelas instituições em relação ao desenvolvimento econômico. Após a obra de Berle e Means (1932), muitos autores têm abordado a governança corporativa e suas várias vertentes, as quais decorrem das diferenças de cultura e organização dos países no mundo. A partir da década de 70, o assunto passou a ser explorado nos meios acadêmicos e financeiros e vêm ganhando significativa importância no turbulento mundo das organizações modernas, sendo vários os conceitos apresentados pelos autores sobre governança corporativa, contemplando diferentes abordagens.

O modelo simples de finanças, segundo o qual “o problema central da governança corporativa está em construir regras e incentivos (isto é, contratos implícitos e explícitos) para efetivamente alinhar o comportamento de administradores (agentes) com os desejos dos principais (proprietários)” HAWLEY E WILLIAMS (1996);

Podemos identificar três grandes modelos em que os autores do tema governança corporativa trabalham suas idéias. Através desses modelos teóricos que os departamentos das empresas de capital aberto trabalham suas perspectivas. A saber:

- O modelo do gerente (*stewardship*), segundo o qual, “administradores são bons gerentes das corporações e diligentemente trabalham para atingir altos níveis de lucros das companhias e retorno para os acionistas” DONALDSON e DAVIS (1994);

- O modelo do *stakeholder*, proposto por Blair (1995), sugere que a meta dos diretores e administradores seja a maximização da criação de riqueza total pela firma e a chave para se alcançar, isto é, escutar e dar poder a quem tem uma participação ou controle crítico na firma. Especialmente seus insumos (especificamente capital humano) e alinhar os interesses desses *stakeholders* críticos com o interesse dos acionistas passivos. A respeito disso, Porter (1992) recomenda às corporações dos EUA que preservemos proprietários permanentes ou de longo prazo, concedam-lhes voz ativa na governança (isto é, relacionamento com investidores) e nomeiem proprietários importantes, clientes, fornecedores, empregados e representantes da comunidade para o conselho de diretores;
- Modelo político “reconhece que a alocação do poder sobre a companhia, privilégios e lucros entre proprietários, administradores e outros *stakeholders* é determinada pelo modo como os governantes favorecem seus vários constituintes”;

3.3 O MODELO BRASILEIRO

A realidade do cenário empresarial brasileiro encontra-se em um estado de consolidação dos processos de transição pelos quais tem passado nas últimas duas décadas. As empresas de capital aberto que em sua grande maioria eram de controle majoritário ou familiar o que dificultava em grande parte a atuação dos acionistas minoritários.

Segundo CARVALHO (2002), a migração de empresas do mercado tradicional para os níveis de governança constitui uma oportunidade única para testar como o mercado avalia a adesão a melhores práticas de governança.

Segundo o IBGC (2005) o ponto de partida para as mudanças que sucederam o antigo modelo do panorama empresarial brasileiro foi principalmente: as privatizações, o movimento internacional de fusões e aquisições, o desenvolvimento da globalização, as necessidades de financiamento e o aperfeiçoamento do mercado de capitais nacional.

Para Silveira (2005) as práticas de governança corporativa do Brasil tiveram a interação de medidas governamentais com o esforço institucional no sentido de dar novas diretrizes ao setor e estimular melhores práticas, podendo ser elencadas:

- A criação em 1995 do IBGC com o objetivo de fomentar melhores práticas de governança com a edição do primeiro Código das Melhores Práticas e Governança Corporativa;
- A aprovação da nova Lei da S.A.s;
- A criação dos níveis diferenciados de listagem na Bovespa, o Novo Mercado e níveis 1 e 2.
- O estabelecimento de novas regras pela SPC – Secretaria de Previdência Complementar para a definição dos limites de aplicação de recursos dos fundos de pensão.

Segundo Srour (2002) em estudo sobre práticas de governança corporativa empresas que aderiram ao programa especial de listagem da bolsa brasileira tiveram a

oportunidade segurar a diluição dos seus acionistas minoritários e ainda conseguiram performances superiores a de suas concorrentes em períodos de crise econômica.

No de ano de 2000 deu-se início à implantação dos níveis diferenciados de listagem das empresas com ações negociadas na BOVESPA. Esses segmentos especiais surgiram com o intuito de proporcionar tanto às empresas listadas quanto aos investidores em geral um ambiente de negociação mais transparente e uma melhor percepção de risco dos participantes sobre as empresas.

A tabela abaixo procura resumidamente dá uma dimensão das práticas exigidas e normas para que as empresas se enquadrem nos níveis de listagem da BOVESPA.

Tabela 1 – Quadro Resumido dos Níveis de Governança na BOVESPA

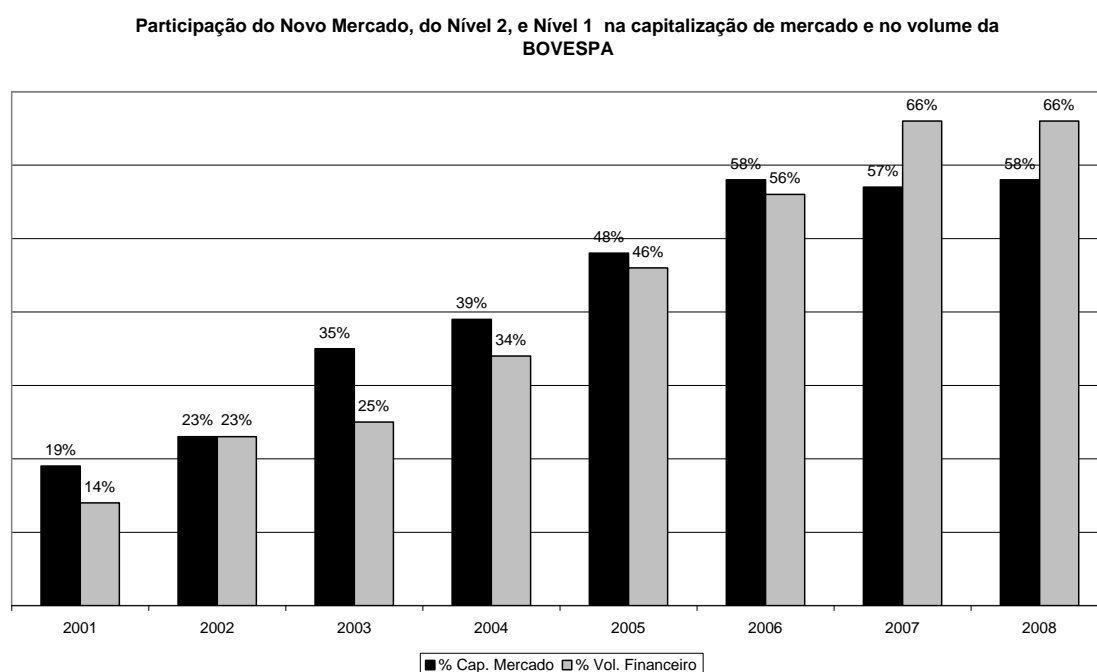
| Nível 1 de Governança Corporativa | Nível 2 de Governança Corporativa | Novo Mercado |
|--|---|--|
| Diferencial: transparência na divulgação e coleta das informações | Diferencial: transparência e mais poder aos minoritários | Diferencial: transparência e poder igualitário para todos os acionistas direito de <i>tag along</i> |
| Dever das empresas: <ul style="list-style-type: none"> • Manter 25% das ações em circulação, o percentual de <i>free float</i>. • Melhorar a divulgação das informações | Dever das empresas: <ul style="list-style-type: none"> • Cumprir todas as exigências do Nível 1. • Em caso de venda do controle, pagar 100% para acionistas com ações ordinárias e 7% para quem têm preferenciais. • Para fechamento de capital recompra de papéis a valor de mercado | Dever das empresas: <ul style="list-style-type: none"> • Cumprir todas as exigências do Nível 1 e 2 • Emitir apenas ações de classe ordinária. • Em caso de venda da empresa, pagar o mesmo preço para todos acionistas. |

Fonte: Adaptado pelo autor de BM&FBOVESPA (2005)

Ao longo da década o que se pode perceber é que o aperfeiçoamento das práticas no mercado de capitais brasileiro ajudou de forma significativa na melhora da percepção

de risco e, portanto em um maior acesso por parte das empresas a capital a custos mais baixos. Dados sobre a participação no volume e capitalização de mercado mostram a crescente participação das empresas que fizeram a migração para os níveis de listagem de governança corporativa sobre o total de volume transacionado na bolsa brasileira. O gráfico a seguir mostra a evolução dos números a partir do ano de 2001.

Gráfico 1 – Evolução da participação das empresas com listagem diferenciada.



Fonte: Adaptado pelo autor de BM&FBOVESPA (2008)

A tendência apontada pelo gráfico se mostra irreversível e assim sendo o que vem sendo chamado de prática de mercado deverá se tornar em breve uma obrigatoriedade, sob pena daqueles que não se enquadrarem nas normatizações ficarem excluídos do radar de cobertura de analistas e investidores em geral.

A demonstração da evolução dos participantes com a denominação de listagem diferenciada denota que o interesse por parte das empresas em elaborar e divulgar suas

informações e números aos participantes de mercado e aos acionistas e investidores é uma necessidade já é enxergada por boa parte das empresas brasileira.

Em um primeiro momento apenas as empresas mais capitalizadas do mercado fizeram a adesão, como se pode ver na Tabela 2 abaixo, que no período compreendido entre Junho de 2001 e Setembro de 2002 apenas as companhias que faziam parte da carteira teórica do IBOVESPA fizeram a migração. O fato denota que apenas as empresas mais capitalizadas e de maior volume de negociação na bolsa conseguiram nesse intervalo de tempo se adequar às exigências de transparência e equidade.

Tabela 2 – Data de entrada de empresas nos níveis de Governança (Período: 2001-2002)

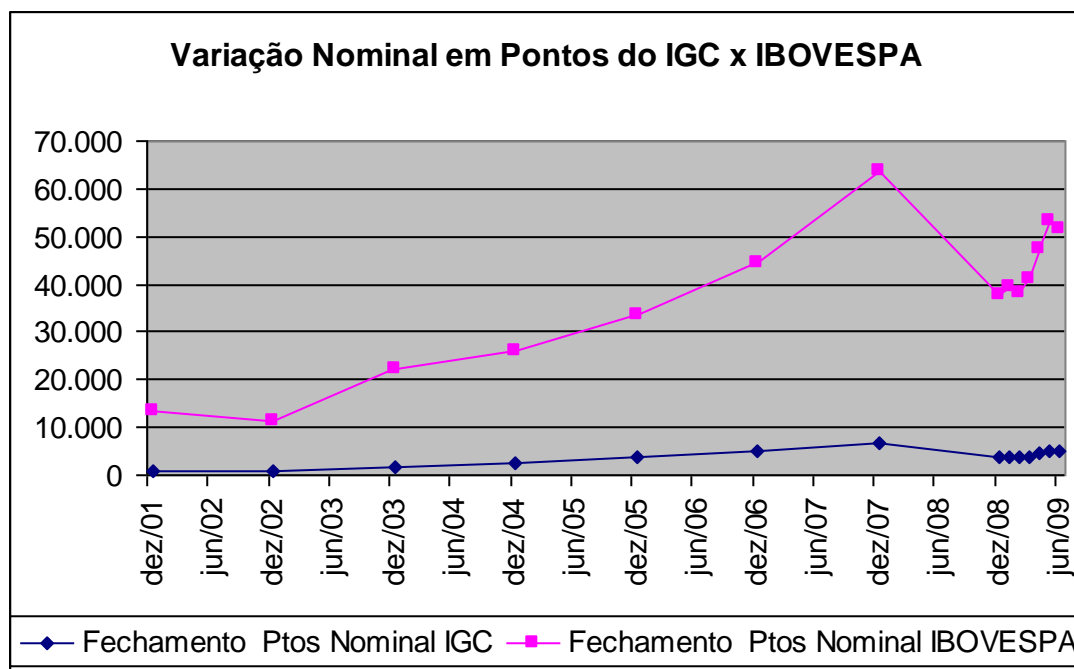
| Razão Social | Código da Ação | Data de Adesão | Mercado |
|--|-----------------------|-----------------------|----------------|
| Banco Bradesco S.A | BBDC3 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Banco Itaú Holding Financeira S.A | ITAU3 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Bradespar S.A | BRAP3 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Gerdau S.A | GGBR4 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Itausa S.A | ITSA3 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Perdigão S.A | PGR4 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Randon S.A | RAPT4 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Sadia S.A | SDIA4 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Uinbanco Holdings S.A | UBBR11 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| WEG S.A | ELMJ4 | 26/06/2001 | Nível 1 |
| Vigor Produtos Alimentícios S.A | VGOR4 | 04/10/2001 | Nível 1 |
| Cia Energética de Minas Gerais S.A | CMIG3 | 17/10/2001 | Nível 1 |
| Ripasa Celulose e Papael S.A. | RPSA4 | 12/11/2001 | NovoMercado |
| Votorantim Celulose e Papel S.A | VCPA4 | 14/11/2001 | Nível 1 |
| Aracruz Celulose e Papel S.A | ARCZ3 | 16/04/2002 | Nível 1 |
| Brasil Telecom Participações S.A | TERP3 | 09/05/2002 | Nível 1 |
| Brasil Telecom S.A | TCSP3 | 09/05/2002 | Nível 1 |
| Cia de Transmissão de Energia Elétrica | CTEP3 | 18/09/2002 | Nível 1 |

Fonte: www.acionista.com.br, acessado em 20/11/2009.

4. RESULTADOS

Os dados apresentados no Gráfico 2 demonstram que a variação dos índices Ibovespa e IGC tem correlação muito baixa. O acompanhamento foi realizado com base nos fechamentos anuais por pontos-base do índice de Governança Corporativa e do IBOVESPA. As volatilidades são bastante distintas, no índice que acompanha o desempenho das empresas que realizaram migração dentro da BOVESPA para os novos níveis de listagem de governança diminuíram sensivelmente suas medidas de risco. Os resultados encontrados através da obtenção dos valores da variância das ações negociadas pelas empresas estudadas antes e depois da migração de segmento dentro da BOVESPA.

Gráfico 2 – Variação Nominal em pontos dos índices IGC e IBOVESPA (2001-2009)



Fonte: BOVESPA (2009) adaptado pelo autor.

A observação do gráfico de desempenho da evolução dos dois índices, o índice de Governança Corporativa e o índice IBOVESPA, no período de Dezembro de 2001 a Junho de 2009 apresentam uma correlação de 0,983683 que em se tratando de índices em bases diferentes, apresenta pouca possibilidade de inferência estatística.

Para se fazer um estudo mais aprofundado de correlações entre as duas variáveis e testes de hipótese sobre as reduções de níveis de custo de capital e otimização do mix de endividamento das empresas acompanhadas seria necessária a utilização de programas estatísticos específicos e mais robustos para a compilação de dados. Os gráficos apresentados foram elaborados utilizando-se de base de dados do *site* da BM&FBOVESPA com sua geração no *software* Microsoft Excel®.

O intervalo temporal utilizado também se apresentou demasiadamente reduzido para inferências mais apuradas, o que já havia sido constatado em trabalhos anteriores que trataram do tema. O balanço do perfil das companhias que realizaram a migração e consequentemente a adequação de seus processos e rotinas para atender a demanda de novas informações foram as grandes empresas brasileiras de capital aberto, principalmente as que possuem ações negociadas com maior volume e liquidez.

6. CONCLUSÃO

A gestão financeira das empresas modernas demanda um conhecimento cada vez mais profundo, não só da situação financeira da empresa em si, como do mercado no qual esta atua. Nesse contexto, o CAPM foi desenvolvido com a finalidade de estimar o retorno esperado pelo acionista em mercados de capitais maduros.

Além de contribuir para a mensuração de valor do retorno esperado pelos acionistas nos projetos ou empresas estudadas o modelo CAPM foi de substancial importância na delimitação dos riscos de uma ação. Isto posto, o seu desenvolvimento foi uma importante medida para as empresas e analistas projetarem seus resultados e ter uma importante ferramenta para análise de riscos e mensuração de tendências.

A governança corporativa ganhou relevância social a partir do momento em que se percebe por parte dos investidores que as informações sobre os números das empresas devem ser igualitárias para todos, tentando minimizar ao máximo as tentativas de arbitragem com preços das ações. A configuração do sistema financeiro pode alterar a idéia de que os recursos na economia podem fluir naturalmente dos poupadores para os projetos mais produtivos. A existência de assimetrias de informação nas economias modernas, marcadas pela apuração entre empreendedores e fornecedores de capital muitas vezes inviabiliza o financiamento de projetos altamente produtivos.

Ao relacionarmos os determinantes e as conseqüências da adesão de empresas brasileiras aos novos mercados da BM&FBOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Desde 2001 mais de 73 empresas passaram a serem transacionadas nestes mercados com o objetivo de melhorar o desempenho de suas ações e tendo, como conseqüência, que adotar maiores níveis de *disclosure*² e de governança corporativa.

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus investidores melhores práticas de governança corporativa. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como conseqüência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação de recursos.

² Disclosure: Transparência da apuração e divulgação dos registros contábeis de uma empresa.

No que diz respeito aos determinantes da adesão aos novos mercados, encontrou-se que as empresas que aderem se caracterizam por terem maior tamanho, maior lucratividade, maior dispersão acionária e a presença de ADR na empresa.

No entanto, como já demonstrado em estudos anteriores e apresentado aqui como o comparativo da evolução dos índices IGC e IBOVESPA o efeito do endividamento e do crescimento das vendas em poucas vezes apresentou significância estatística. No que diz respeito às conseqüências da adesão, encontrou-se que as empresas que aderiram aos novos mercados da BOVESPA apresentam maior liquidez que as empresas transacionadas no mercado tradicional. Além disso, as empresas que aderiram ao Nível 2 e ao Novo Mercado apresentaram um aumento de liquidez em relação ao nível de liquidez anterior à adesão.

Os resultados contribuem para a literatura de disclosure e de governança ao promoverem evidência de que as empresas que aderiram aos novos mercados são recompensadas com maiores níveis de liquidez nos seus papéis. Uma questão em aberto é porque mais empresas não aderem aos mercados de forma a beneficiarem-se com uma maior liquidez de suas ações. Conforme discutido em Leuz e Verrecchia (2000) e Doidge et alii (2004), a decisão de adesão representa um trade-off da empresa entre os benefícios e os custos da adesão.

7. SUGESTÕES PARA FUTUROS TRABALHOS

O escopo de delimitação do presente trabalho foi fazer a revisão da literatura acerca dos temas de modelos de custo de capital e os modelos de governança corporativa no exterior e do Brasil. Através da análise empírica da base de dados dos movimentos de dois índices de ação num determinado período de tempo.

Faz – se necessário na elaboração de futuros trabalhos uma apuração mais analítica da base de dados tanto como o uso de *software* estatístico mais apurado no tratamento dos dados. As observações realizadas podem sinalizar e evidenciar o perfil macro das empresas que fizeram a migração para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, porém um estudo mais detalhado poderá realizar subclassificações e diferenciações melhores entre as empresas estudadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- DAMODARAM, Aswath. *Finanças Corporativas – Teoria e prática*, 2ª Edição, Bookman, 2003.
- DE Carvalho, G. (2003). *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Working paper USP.
- DONALDSON, L. e DAVIS, J.H. *Boards and companies performance research challenges the conventional wisdom*, *Corporate Governance: an international review*, Vol. 2, n.3, p.151-160, 1994.
- LAPPONI, Juan Carlos. *Estatística usando Excel*. 4.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- Leuz, C. & Verrecchia, R.. *The economic consequences of increased disclosure*. *Journal of Accounting Research*, (38:91–124),2000.
- PARREIRAS, Fernando Silva. *Impacto da migração para os níveis de governança corporativa da BOVESPA: uma análise do risco*. Belo Horizonte: FACE / UFMG, 2003.
- ROSS, Stephen A. e WESTERFIELD, Randolph W. *Administração Financeira: Corporate Finance*, São Paulo, Atlas, 2007.
- SHERFRIN Hersh, *Behavioral Corporate Finance - Decisions that create value*, New York, MC Graw Hill-Irwin series in finance, insurance and real state, 2007

BM&FBOVESPA, Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>, acessado em 28/10/2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Disponível em <<http://www.cvm.org.br>>, acessado em Novembro de 2009.

IBCG: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança Corporativa.

Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em Outubro de 2009.

ANEXO I

Níveis diferenciados de listagem de Governança Corporativa.

NOVO MERCADO

- Realização 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 da companhia;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP5 ou IAS6;
- 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;
- Prestação de informações sobre negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

NÍVEL 1

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Prestação de informações sobre negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

NÍVEL2

Para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos 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;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de 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 de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.