

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA DO DESENVOLVIMENTO

GABRIELA BIRK

GOVERNANÇA CORPORATIVA: GERAÇÃO DE VALOR
– Um estudo das empresas brasileiras de capital
aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de
São Paulo no período 2000 até 2011.

Porto Alegre
2012

GABRIELA BIRK

GOVERNANÇA CORPORATIVA: GERAÇÃO DE VALOR
– Um estudo das empresas brasileiras de capital
aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de
São Paulo no período 2000 até 2011.

Dissertação apresentada como requisito parcial para o grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia do Desenvolvimento da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Inácio de Moraes

Porto Alegre
2012

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

G619g Birk, Gabriela

Governança corporativa : geração de valor : um estudo das empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo no período 2000 – 2011 / Gabriela Birk. – Porto Alegre, 2012.

92 f.

Diss. (Mestrado em Economia do Desenvolvimento) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, PUCRS.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Inácio de Moraes.

1. Economia. 2. Mercado de Capitais. 3. Ações (Bolsa).
4. Governança Corporativa. 5. Empresas – Aspectos Econômicos.
I. Moraes, Gustavo Inácio de. II. Título.

CDD 332.6

Bibliotecária Responsável: Dênira Remedi – CRB 10/1779

GABRIELA BIRK

GOVERNANÇA CORPORATIVA: GERAÇÃO DE VALOR
– Um estudo das empresas brasileiras de capital
aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de
São Paulo no período 2000 até 2011.

Dissertação apresentada como requisito parcial para o grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia do Desenvolvimento da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul.

Aprovada em 27 de março de 2012.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Gustavo Inácio de Moraes – PUCRS (Orientador)

Prof. Dr. Augusto Mussi Alvim - PUCRS

Prof. Dr. Hélio Afonso de Aguiar Filho - UFRGS

Porto Alegre
2012

Dedico esta dissertação aos meus pais, em especial à minha mãe, que me mostrou o quanto importante é acreditar na vida. As palavras são muito frias para demonstrar certos sentimentos...

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela luz e força nesta caminhada;

Aos meus pais, que sempre estiveram ao meu lado, aconteça o que acontecer, esteja onde eu estiver;

Ao Marcelo, por todo o apoio e carinho, também pela paciência nas horas ausentes;

Agradeço à minha tia e madrinha Sonia, que me ajudou no início desta caminhada;

Aos meus colegas e amigos, em especial Dayse Catiane Schardosim Rech, Luana Collet, Mário Jaime Gomes de Lima, Christiano Avanegra, Anelise Manganelli, Flaviane de Oliveira, Thiago Leal Flores da Silva, Guilherme de Oliveira e Tatiéle Lacerda pelos conhecimentos, experiências, anseios e aflições que juntos dividimos;

Ao orientador Prof. Dr. Gustavo Inácio de Moraes os maiores e mais sinceros agradecimentos. Sua confiança e encorajamento foram fundamentais para o êxito deste trabalho;

Aos professores do PPGE da PUC-RS, meus eternos Mestres, que despertaram em mim o entusiasmo pela pesquisa.

RESUMO

Desde o início dos anos 1980 a Governança Corporativa vem se tornando o principal foco mundial de discussão sobre a alta gestão. No Brasil o tema ganhou repercussão a partir de 1995, ano da fundação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), atual IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). A adoção e o aprimoramento das práticas de Governança Corporativa são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais, o que é imprescindível para a competitividade e crescimento das empresas brasileiras e desenvolvimento econômico brasileiro. As práticas de Governança Corporativa visam uma maior transparência das empresas em relação ao mercado, por comprometerem-se com regras e procedimentos que não são impostos às demais empresas listadas na BOVESPA. Dessa forma, o objetivo principal desta dissertação é analisar os efeitos econômicos associados à adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Neste contexto, pressupõe-se que empresas que adotam estas práticas diferenciadas tenham uma valorização substancialmente maior de suas ações em relação a aquelas que não adotam. Para isso, foi analisado o retorno acionário diário das empresas listadas na BM&FBOVESPA que adotaram aos NDGC no período de 2000 a 2011. Algumas empresas que já estavam listadas na Bolsa de Valores mudaram de segmento, outras aderiram aos NDGC já no ingresso (IPO). Este trabalho diferencia-se em três frentes: abrangência e período analisado – até então haviam sido feitas apenas análises setoriais e em espaço de tempo inferior e a metodologia utilizada (modelos ARCH/GARCH, específicos para séries financeiras). Os resultados demonstram, a partir da opção metodológica, que não há geração de valor para as empresas com adoção de governança corporativa, sendo assim negativa a resposta ao questionamento central deste trabalho. Entretanto, o índice de governança apresenta retorno diferenciado em relação ao IBOVESPA, sugerindo que as empresas com IPO e adesão automática à níveis de governança corporativa no período foram decisivas para explicar o desempenho diferenciado deste segmento de mercado.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Geração de valor. Mercado acionário. Comportamento da Firma.

ABSTRACT

Since the early 1980s the Corporate Governance has become the main global focus of discussion about the top management. In Brazil the topic has gained impact from 1995, the foundation year of the IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), current IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). The adoption and improvement of corporate governance practices are fundamental to the development of capital markets, which is essential for growth and competitiveness of Brazilian companies. The corporate governance practices to achieve greater transparency of companies in relation to the market, commit themselves to rules and procedures that are not imposed on other companies listed on BOVESPA. Thus, the main objective of this dissertation is to analyze the economic effects associated with adherence to the Levels of Corporate Governance. In this context, it is assumed that companies who adopt these practices have a different valuation of their shares substantially higher compared those who do not comply. For this, we analyzed the daily stock returns of companies listed on BM&FBOVESPA who adopted to NDGC in the period 2000 to 2011. Some companies that were already listed on the Bolsa de Valores changed segment, other now joined NDGC on the ticket (IPO). This work breaks new ground in three fronts: coverage and analysis period – had hitherto been made only sectorial analysis and less time and the methodology used (models ARCH/GARCH, specific financial series). The results demonstrate, from the methodological option, there would be no generation of value for companies with adoption of corporate governance, so the negative response to the central question of this work. However, the governance index return presents differently in relation to the BOVESPA index, suggesting that firms with IPO and automatic membership to the level of corporate governance in the period were decisive to explain the different performance of this market segment.

Keywords: Corporate Governance. Generation of Value. Stock Market. Company Behavior.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução de aberturas de capital na BM&FBOVESPA	25
Figura 2 - Conflitos organizacionais: PA e PP	37
Figura 3 - Variação anual do IGP-M e IPCA após 1994	46
Figura 4 - Participação setorial no PIB	47
Figura 5 - Balança comercial e do agronegócio – US\$ bilhões	48
Figura 6 - Investimento brasileiro e estrangeiro em ações e títulos de curto e longo prazo	52
Figura 7 - Evolução do IBOVESPA	54
Figura 8 - Evolução por tipo de investimento (u.m.c. mil)	55
Figura 9 - Evolução do valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA (R\$ milhões)	56
Figura 10 - FBKF x PIB em %	56
Figura 11 - US\$ diário (venda)	57
Figura 12 - Dívida líquida do Setor Público (% PIB)	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais eventos relacionados à bolsa de valores	21
Quadro 2 - Segmentação de operações na BM&FBOVESPA.....	23
Quadro 3 - Potenciais benefícios para a empresa participante do mercado.....	24
Quadro 4 - Princípios Norteadores da Governança Corporativa	27
Quadro 5 - Principais tipos de conflito	37
Quadro 6 - Percentual de crescimento anual do PIB a preços constantes	45
Quadro 7 - Desembolsos do sistema BNDES por setor - R\$ (milhões)	50
Quadro 8- Amostra de Ações Estudadas	65
Quadro 9 - Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa.....	88

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - IED em milhões US\$	52
Tabela 2 - Balanço de pagamentos em U\$\$ milhões	54
Tabela 3 - Resultados para a amostra de companhias que adotaram governança corporativa ..	67
Tabela 4 - Comparação dos Retornos do IGC e do IBOVESPA	73

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?	16
2.1	POR QUE A GOVERNANÇA CORPORATIVA TORNOU-SE TÃO IMPORTANTE NOS ÚLTIMOS ANOS?	18
2.2	EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO	19
2.3	MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	20
2.4	MERCADO DE AÇÕES DA BM&FBOVESPA	24
2.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	26
3	NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL	30
3.1	TEORIA DA FIRMA E CUSTOS DE TRANSAÇÃO.....	30
3.2	CUSTO E CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	35
4	ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO RECENTE	45
5	A GOVERNANÇA CORPORATIVA AGREGA VALOR? UM TESTE PARA O MERCADO DE AÇÕES	59
5.1	OS MODELOS ARCH/GARCH.....	62
5.2	ESPECIFICAÇÃO, AMOSTRA, RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES	64
5.3	O IGC E O IBOVESPA: QUEM DESEMPENHA MELHOR?	71
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	76
	REFERÊNCIAS	79
	ANEXO	87

1 INTRODUÇÃO

As mudanças de cunho macroeconômico como a globalização, as privatizações e a desregulamentação da economia propiciaram um ambiente mais competitivo às empresas brasileiras. Diante disso, para expandir suas atividades ou captar recursos para investimentos, cada vez mais o mercado acionário é considerado como opção de financiamento, o que pode ser comprovado pelo crescente número de IPOs (*Inicial Public Offering*), captando recursos a um custo bastante inferior se comparado ao custo de tomar recursos de um banco. No período 2000 - 2011, a economia brasileira apresentou momentos de euforia, com a abundância de capital, o aumento do investimento estrangeiro direto (IDE), a evolução do índice IBOVESPA e notícias como a hospedagem da Copa de 2014 e camada pré-sal.

Os objetivos das bolsas de valores são prover recursos para capitalizar empresas, atuar na intermediação financeira e promover o desenvolvimento econômico via mercado de capitais. Como financiadoras das atividades econômicas do país, sua solidez e confiabilidade são fundamentais para manter a credibilidade do investidor e desenvolver o sistema financeiro. Em 2001, com uma nova mudança na Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001) os acionistas minoritários passaram a ter maior proteção, bem como há o ensejo de um maior controle e fiscalização dos órgãos incumbidos da administração da sociedade. Esforços por parte da CVM (Comissão de Valores Mobiliários – órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais) e IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – órgão dedicado exclusivamente à promoção da GC no Brasil e principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema) resultaram na cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

A governança corporativa é definida segundo o IBGC (2009, p. 19), como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As práticas de Governança Corporativa, divididas em níveis de acordo com suas exigências (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), visam uma maior transparência das empresas em relação ao mercado, por comprometerem-se com regras e procedimentos que não são impostos às demais empresas de capital aberto listadas na BOVESPA.

O objetivo da presente dissertação, destarte, é analisar os eventuais efeitos econômicos associados à adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nas ações das companhias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 2000 a 2011. De acordo

com Silveira (2010), um ambiente com adequada regulação e forte proteção aos investidores poderia induzir as companhias a elevarem seus padrões de Governança. Como resultado, os ambientes com empresas melhor governadas seriam considerados mais confiáveis pelos agentes poupadores (como investidores de mercado de capitais e instituições financeiras), recebendo maior oferta de recursos locais e internacionais. Diante disso, as empresas tornariam-se mais competitivas e os mercados financeiros mais desenvolvidos, propiciando um aumento nos investimentos e maior desenvolvimento econômico.

Esta dissertação adota como hipótese que a adesão aos NDGC gera um aumento significativo no retorno acionário destas empresas. Além das considerações de Silveira (2010), cabe ressaltar os benefícios internos (aprimoramento do processo decisório na alta gestão) e externos (facilidade de captação de recursos) da Governança Corporativa. Desta forma, as empresas de capital aberto passaram a considerar a Governança Corporativa como uma ferramenta estratégica para melhorar o desempenho de suas ações. Sendo assim, acredita-se também que ao elevar o grau de governança ou aderir a um grau de governança mais elevado, haja também uma valorização significativa das ações destas empresas.

Como objetivos específicos, esta dissertação analisa o eventual impacto das práticas de Governança Corporativa buscando identificar não só como esta influencia o desempenho acionário de uma empresa isolada, mas entender como a governança age nos diversos setores da economia, principalmente naqueles considerados estratégicos (setores que lideram o crescimento econômico).

O presente trabalho busca acrescentar evidências da adesão aos NDGC sobre o retorno acionário das companhias abertas com ações negociadas na BM&FBOVESPA. A fim de cumprir a proposta deste trabalho, é feita uma análise do retorno acionário diário destas companhias no período 2000 a 2011. Algumas empresas, com ações já listadas na bolsa, apenas migraram de segmento, fato que também será analisado nesta pesquisa. Como técnica econométrica são usados os modelos ARCH/GARCH, específicos para séries financeiras.

Além desta introdução, o trabalho está dividido em mais 4 capítulos. No próximo capítulo busca-se ampliar os conhecimentos acerca da governança corporativa, apresentando uma contextualização do conceito, sua evolução em nível mundial e importância. A seguir é apresentado um tópico a respeito da governança corporativa no Brasil, destacando a história e evolução das bolsas de valores, o mercado acionário e a aspectos relativos à governança corporativa. O terceiro capítulo traz uma revisão de literatura sobre a economia institucional, analisando a teoria da firma, custos de transação, conflitos de agência, contratos e instituições. A seguir, no quarto capítulo, é apresentado um panorama da economia brasileira nos últimos

anos, apresentando mudanças ocorridas após a implantação do Plano Real, destacando especialmente os anos que sucedem 2004, marcados pelo número crescente de IPOs, abundância de capital e aumento dos investimentos, dentre outros fatores não menos importantes. O quinto capítulo do presente trabalho apresenta a metodologia utilizada e os respectivos resultados, respondendo negativamente ao questionamento central deste trabalho: a migração ou adesão aos NDGC não apresenta correlação com o desempenho econômico destas instituições. Finalmente, em um sexto capítulo são tecidas as considerações finais.

2 O QUE É GOVERNANÇA CORPORATIVA?

A governança corporativa compreende uma série de mecanismos que visam a maximização do valor das corporações no longo prazo através do processo de gestão e tomada de decisão. Segundo Dobija (2008), não existe na literatura uma definição única sobre o tema. Becht (2005, p. 2) afirma que a governança corporativa deriva da analogia entre governança de cidades, nações ou estados e da governança de corporações. De acordo com o autor, o termo “governança corporativa” foi inicialmente usado por Richard Eells para descrever a “estrutura e funcionamento da política corporativa”. Em uma estreita visão sobre o tema, Dobija (2008, p. 3) afirma que a governança corporativa é restrita ao relacionamento entre a empresa e seus acionistas.

De acordo com Solomon (2004, p. 1),

Governança corporativa é um aspecto central e dinâmico no mundo dos negócios. O termo ‘governança’ deriva do Latim *gubernare*, que significa ‘conduzir’, usualmente usado para a condução de um navio, o que implica com que a governança envolva a função da direção ao invés de controle. Existem várias formas de definir governança corporativa, partindo de uma estreita definição que foca companhias e seus *shareholders*, para uma vasta definição que incorpora a responsabilidade das empresas para com muitos grupos, ou ‘*stakeholders*’.

Segundo Shleifer e Vishny (1996, p. 2), a governança corporativa trata dos caminhos pelos quais os provedores de capital garantem para si retornos sobre seus investimentos. Jensen (2001) apresenta uma visão mais ampla da governança corporativa ao afirmar que a mesma é o nível máximo da estrutura de controle, consistindo decisões do conselho de administração e CEO¹, os procedimentos de troca destes, o tamanho e membros da direção e a compensação e *equity holdings* sobre os gerentes e direção. Para Pitelis (2004, p. 212) a governança corporativa refere-se a quem controla a firma capitalista, especialmente a moderna *joint stock*, pública, grande corporação, assim como quem e como é afetado. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2009, p. 19), desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), define o tema como sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle.

Há na literatura uma discussão a respeito dos termos *shareholder* e *stakeholder*. Pode-se afirmar que os *shareholders* são os verdadeiros donos das companhias. Segundo Solomon (2004, p. 31), o mercado de capitais é um meio no qual as corporações levantam capital vendendo participações a investidores, tornando-se estes *shareholders*. De acordo com o

¹CEO (*chief executive officer*) ou executivo principal da empresa.

Código das Melhoras Práticas de Governança Corporativa (2009, p. 21), cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social. Becht (2005, p. 9) afirma que as regras de governança corporativa deveriam ser criadas primeiramente para defender os interesses dos *shareholders*. O termo *stakeholder*, de acordo com Simpson (2001, p.1), refere-se aos grupos interessados na empresa, tais como funcionários, fornecedores, clientes, comunidade local e sociedade em geral (com exceção dos credores e investidores). Freeman (1984, p. 25), partindo do ponto de vista estratégico, diz que os *stakeholders* são qualquer grupo ou indivíduo que pode afetar ou é afetado pelos objetivos da empresa. De acordo com Frooman (1999, p. 192), são dois os tipos de *stakeholders*: os estratégicos que são movidos por interesses na organização – “aqueles que podem afetar a firma” e os morais – “aqueles que são afetados pela firma”. Já Solomon (2004, p. 38) argumenta que os *shareholders* também são considerados *stakeholders*.

Os problemas discutidos pela governança corporativa têm sua origem no Mercantilismo. Em 1600 foi constituída a East India Company (EIC), considerada a precursora da moderna corporação com ações livremente negociadas (Dobija, 2008, Solomon, 2004). A corporação nasceu da união de um grupo de pessoas com a finalidade de subscrever capital necessário para financiar viagens às Índias (navios, contratação da tripulação e demais custos envolvidos na viagem) de onde traziam especiarias. Com o crescimento da corporação, alguns investidores tentaram tirar vantagem destas viagens em benefício próprio, problema o qual não foi contornado, levando a EIC ao colapso. Mais tarde, Adam Smith em “A Riqueza das Nações” (1776) referindo-se a gestão de companhias por terceiros, afirma que sempre haverá, em maior ou menor grau, negligência por parte dos gestores.

A governança corporativa busca minimizar e solucionar os problemas acima abordados, alinhando os interesses dos acionistas com os interesses da corporação e criando mecanismos de controle que minimizem os conflitos gerados por terceiros na administração das corporações (entende-se por terceiros todos aqueles que possuem algum vínculo com a companhia, mas não possuem participação acionária direta ou indireta desta, exemplo: fornecedores, provedores de recursos financeiros). O tema vem ganhando espaço, sendo atualmente um dos assuntos mais comentados no ambiente acadêmico (Silveira, 2010 e Dobija, 2008) e empresarial (Solomon, 2004).

O desenvolvimento dos padrões e práticas de governança corporativa não se dá automaticamente. Desde o surgimento da primeira corporação até a atualidade, o seu desenvolvimento está intrinsecamente ligado com apontamentos e falhas nos sistemas de governança. A necessidade de profissionalização dos gestores, a evolução das organizações, a

separação entre poder e propriedade e a necessidade de recursos para investimentos são alguns dos motes da governança.

2.1 POR QUE A GOVERNANÇA CORPORATIVA TORNOU-SE TÃO IMPORTANTE NOS ÚLTIMOS ANOS?

De acordo com Becht (2005), a governança corporativa vêm ganhando destaque devido aos seguintes fatores:

a) Onda mundial de privatização: América Latina, Ásia, Europa Ocidental e antigo bloco soviético. No Brasil pode-se citar a Vale e a Petrobras, esta última é uma empresa de economia mista;

b) Investidores institucionais² e crescimento da poupança privada: de acordo com Farrar (1999, p. 8), desde a Segunda Guerra Mundial vários fatores levaram ao aumento das aplicações dos investidores institucionais em empresas públicas. Como fatores o autor cita planos de pensão, seguros, produtos de investimento e outras formas indiretas de investimento.

O crescimento dos planos de pensões canalizou uma parte crescente da poupança das famílias através de fundos mútuos e de pensão e criou um círculo de investidores que é grande e poderoso o suficiente para ser capaz de influenciar a governança corporativa (BECHT, 2005, p. 5).

c) Fusões e aquisições;

d) Integração e desregulamentação dos mercados de capitais;

e) Crises sucessivas (Ásia Oriental, Brasil e Rússia);

f) Série de escândalos e falências de grandes corporações. Um dos maiores exemplos é a empresa americana Enron, a qual foi à falência após a divulgação de várias fraudes contábeis.

Além dos fatores citados acima, Silveira (2010) cita a crise financeira global de 2008. Kirkpatrick (2009, p. 2) em “A Crise Financeira e suas Lições de Governança Corporativa”³ afirma que afirma que a crise financeira poder ser atribuída a falhas e deficiências de governança corporativa. De acordo com o autor, os padrões contábeis, os sistemas de remuneração dos executivos e as falhas dos conselhos de administração no monitoramento do

² Investidores institucionais, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) são os profissionais da aplicação de poupança de terceiros. Nesta categoria, estão incluídos os fundos mútuos de investimento em ações, as companhias seguradoras, as entidades fechadas de previdência privada – os chamados fundos de pensão, entre outros.

³ “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis”

risco das operações nas quais as corporações estavam envolvidas são fatores que desencadearam a crise do *subprime* que começou a dar os primeiros sinais já em 2007.

Era claro na metade de 2008 que a crise do *subprime* no mercado americano e a diminuição da liquidez estavam tendo um maior impacto nas instituições financeiras e bancos em diversos países. [...] A crise se intensificou no terceiro trimestre de 2008 com vários colapsos (especialmente Lehman Brothers) e generalizou perdas que abateram todas as instituições financeiras. (KIRKPATRICK, 2009, p. 4)

No mercado acionário a crise financeira fez com que investidores e especuladores vendessem em peso suas ações, tendo em vista aplicar em outros ativos, motivo que causou a desvalorização das bolsas mundo afora, com queda vertical das cotações. De acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil ⁴, o mercado acionário brasileiro apresentou recuperação em 2009. A partir de março o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) apresentou trajetória de alta. De janeiro a agosto de 2009 foram realizados 159 registros de ofertas públicas primárias no mercado de títulos e valores mobiliários, totalizando 129 milhões. Embora o volume financeiro total das ofertas primárias seja inferior se comparado ao mesmo período do ano anterior, observa-se que aos poucos a confiança no setor financeiro está aumentando.

O termo governança corporativa pode ser considerado recente, porém os problemas inerentes a ela são históricos. A literatura cita uma série de eventos que ocorreram ao longo dos anos que nos dão fundamentos às atuais discussões.

2.2 EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

Morck e Steier (2005, p. 18) dizem que a história da governança, assim como outros processos históricos, é *path dependence*. Farrar (1999) afirma que as estruturas empresariais dependem das estruturas passadas.

[...] é de praxe a discussão da história da governança corporativa em termos de *path dependence*, e assumindo que, assim como nas ciências naturais, os sistemas complexos podem ser reduzidos em várias regras simples. (FARRAR, 1999, p.1)

Desta forma, pode-se afirmar que o atual estágio da governança é fruto do desenvolvimento passado. Morck e Steier (2005, p. 1) afirmam que diferentes países são organizados de diversas formas e governança corporativa – isto é, decisões de alocação de capital em empresas e entre empresas – é confiada a diferentes tipos de pessoas e restrita por diferentes instituições. Em seu artigo sobre a história da governança corporativa, Morck e

⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil. Volume 8, nº 2. Brasília: 2009.

Steier (2005) analisam a trajetória da governança corporativa no Canadá, França, Itália, Japão, Reino Unido, Alemanha, Japão, Estados Unidos, Noruega, Suécia, Índia e China e encontram algumas semelhanças, dentre elas:

- Acidentes históricos: colapsos financeiros na França (Companhia Mississippi, Revolutionary Assembly, Crédit Mobilier) que, segundo Frentrop (2002, p.137) após a experiência de 1720, a opinião pública francesa desenvolveu um forte desagrado a qualquer coisa relacionada ao mercado financeiro. De acordo com Morck e Steier (2005), um dos fatos marcantes no mercado acionário francês é a implosão da Companhia Mississippi em 1720. Frentrop (2002) argumenta que o Código Napoleônico caiu em descrédito. Morck e Steier (2005) cogitam a possibilidade de os acidentes históricos explicarem os achados de La Porta *et. al.* (1999), onde este último conclui que países com sistemas legais baseados no Código Napoleônico passaram por várias crises financeiras.
- Legislação: La Porta *et. al.* (1999) fizeram um estudo com as estruturas de propriedade de empresas de 27 países e concluíram que países que adotam a Lei Comum originada na Inglaterra oferecem boa proteção aos acionistas, sendo que países que usam a Lei Civil (sistema legal baseado no Código Napoleônico) oferecem pouca ou baixa proteção. Hillbrecht (2005, p. 12) afirma que as empresas de países que adotam a Lei Civil são geralmente controladas por famílias ou pelo Estado.
- Ideias: catástrofes financeiras e guerras em vários países desencadearam diferentes reações ideológicas que afetaram a evolução do controle corporativo.

2.3 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

As bolsas de valores são instituições administradoras de mercados. No Brasil a BM&FBOVESPA, empresa resultante da fusão entre a BOVESPA e BM&F, é a principal instituição de intermediação para operações do mercado de capitais e a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no país (BM&FBOVESPA, 2011).

As bolsas de valores brasileiras, antes das reformas ocorridas na década de 1960 no sistema financeiro e mercado de capitais, eram entidades oficiais corporativas, estando vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais, cujos corretores eram nomeados pelo poder público. Com estas reformas, as bolsas adquiriram caráter institucional, transformando-se em associações sociais sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Os corretores foram substituídos pela sociedade corretora, empresa

constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada (Lima et. al., 2006). Principalmente após a década de 1960 as bolsas de valores brasileiras passaram a aprimorar seus processos com o uso crescente de tecnologias. Pode-se citar como exemplo a substituição do pregão viva-voz pelo sistema Mega Bolsa e a criação do sistema Home Broker, pelo qual os investidores podem comprar e/ou vender ações e opções através da Internet. Em 2007, a BOVESPA deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos e se tornou uma sociedade por ações. Em 2008, ocorre à fusão entre a BOVESPA e a BM&F, formando uma única companhia, a BM&FBOVESPA S/A, segunda maior bolsa de valores das Américas.

Para melhor compreender o mercado acionário brasileiro, é relevante conhecer a história das bolsas que deram origem à BM&FBOVESPA, conforme demonstrado no quadro a seguir:

Quadro 1 - Principais eventos relacionados à bolsa de valores (continua)

Ano	Evento
1890	Fundação da Bolsa Livre, fechada em 1891 em decorrência da política de Encilhamento.
1895	Fundação da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. As negociações de títulos públicos e ações eram registradas em enormes quadros-negros de pedra.
1934	Mudança da Bolsa para o Palácio do Café, onde recebeu o nome de Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. As negociações eram feitas em um balcão central em torno do qual se reuniam os corretores.
1986	Inícios dos pregões da Bolsa Mercantil & de Futuros – BM&F e de sua Clearing de Derivativos.
1990	BOVESPA inicia negociações no Sistema de Negociação Eletrônica CATS, em paralelo ao pregão de viva voz. Bolsa faz convênio operacional com a Bolsa Brasileira de Futuros do Rio de Janeiro.
1991	Celebração do acordo entre BM&F e Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), tradicional bolsa de <i>commodities</i> fundada em 1917, com a denominação Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F. Pela primeira vez, a então BM&F aparece no ranking das dez maiores bolsas de futuros e opções do mundo.
1996	Inauguração da Associação Profissionalizante.
1999	Lançamento do Home Broker, possibilitando ao investidor transmitir suas ordens diretamente ao Mega Bolsa da BOVESPA; e o After-Market, sessão noturna de negociação eletrônica.
2000	Implantação da plataforma eletrônica de negociação de derivativos GTS (Global trading System).
2004	Lançamento do WebTrading, sistema de negociação de minicontratos derivativos via Internet; da Clearing de Ativos da BM&F; e do Banco BM&F. É lançado o Best Brazil, projeto da Bolsa criado em parceria com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), a Cetip e a Federação Brasileira dos Bancos (Febraban), como o objetivo de divulgar o mercado local e captar novos investidores em títulos brasileiros.
2005	Encerramento das atividades de negociação através do pregão de viva voz no mercado de ações da BOVESPA.

Finalização

Ano	Evento
2007	Desmutualização da BOVESPA, que passa a ser chamada de BOVESPA Holding, e da BM&F, que passa a ser chamada BM&F S.A. A BOVESPA Holding S.A. (BOVH3) e a BM&F S.A. (BMEF3) realizam oferta pública de ações no Novo Mercado em 26 de outubro de 2007 e em 30 de novembro, respectivamente.
2008	Integração da BOVESPA Holding S.A. e da BM&F S.A. e a criação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA S.A., uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado. Surge a BM&FBOVESPA, uma companhia de capital brasileiro formada a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Desde 20/08/2008, possui ações listadas, sob o código BVMF3, negociadas no Novo Mercado. Seus papéis também integram o IBOVESPA, índice que reúne as ações mais líquidas do Brasil.
2009	Assinatura de acordo com a bolsa nova-iorquina Nasdaq. Encerramento das operações com contratos derivativos no pregão viva voz. A partir de 01/07 as operações na Bolsa passam a ser realizadas por meio de plataforma eletrônica de negociação. BM&FBOVESPA inicia fortemente a inserção da abordagem da sustentabilidade à gestão dos seus negócios.
2010	A BM&FBOVESPA passa a ter participação relevante no maior grupo de bolsas do mundo. BM&FBOVESPA lidera a criação da Brasil Investimentos & Negócios – BRAIN, em parceria com a Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima) e a Federação Brasileira de Bancos (Febraban). A iniciativa, lançada inicialmente em março de 2010, busca reforçar a competitividade do ambiente brasileiro de negócios.

FONTE: BM&FBOVESPA (2011)

A BM&FBOVESPA é uma entidade supervisionada pela Comissão de Valores Mobiliários⁵ e obedece às diretrizes emanadas pelo Conselho Monetário Nacional⁶, sendo composta por cinco empresas:

- Banco BM&FBOVESPA: responsável por facilitar a compensação e liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes de negociação e funcionar como importante mecanismo de mitigação de risco e de suporte operacional;
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro: a partir de 2000, acordos de integração transferiram a negociação das ações do País para a BOVESPA e em 2002 a antiga BM&F adquiriu os títulos patrimoniais da BVRJ, passando a deter os direitos de administração e operacionalização do sistema de negociação de títulos públicos, o Sisbex;
- BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados: responsável por fiscalizar as operações e atividades dos participantes do mercado e dos agentes de compensação

⁵ A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, sendo fiscalizadora sua função principal em relação à bolsa de valores. Compete a ela regulamentar, desenvolver, fiscalizar e controlar o mercado de valores mobiliários do país, promovendo medidas incentivadoras para a canalização da poupança ao mercado de capitais.

⁶ O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN. É um órgão normativo, sendo de sua responsabilidade estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia, regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e estabelecer medidas de prevenção ou correção de desequilíbrios econômicos.

e/ou custódia perante CBLC e pela administração do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP);

- Bolsa Brasileira de Mercadorias: tem como objetivo desenvolver e prover o funcionamento de sistemas para negociação de mercadorias, bens, serviços e títulos, nas modalidades a vista, a prazo e a termo, viabilizando a formação de grande mercado nacional para commodities agropecuárias, com mecanismos modernos de formação de preços e sistema organizado de comercialização;

- A BM&F USA Inc.: é o escritório de representação da BM&FBOVESPA em Nova Iorque. Tem como objetivo oferecer infra estrutura e suporte às corretoras de valores e mercadorias que desenvolvem atividades junto a clientes estrangeiros. Além disso, realiza atividades que envolvem o relacionamento com órgãos reguladores e governamentais estrangeiros, bem como com bolsas estrangeiras para analisar o potencial de alianças estratégicas, a difusão de informações sobre atividades da BM&FBOVESPA para investidores estrangeiros e a captação de informações internacionais relevantes.

A BM&FBOVESPA opera em mercados distintos: a BM&F é o segmento responsável pelo mercado de *commodities* e futuros e a BOVESPA a responsável pelo mercado de títulos e valores mobiliários. O Quadro 2 abaixo discrimina as atividades de cada um dos segmentos.

Quadro 2 - Segmentação de operações na BM&FBOVESPA

Segmento BOVESPA	Segmento BM&F
Ações e bônus de subscrição	Títulos públicos federais (NFT, LFT, NTN)
BDRs - certificados de depósito de valores mobiliários	Derivativos agropecuários (açúcar, álcool, algodão, bezerro, boi gordo, café, milho, soja)
Cotas de fundos de investimentos fechados	Derivativos financeiros (IBOVESPA, ouro, taxas de câmbio, taxas de juros)
Debêntures	Minicontratos (café, dólar)
Notas promissórias	Mercado de balcão (opções, swaps)
Certificados de recebíveis imobiliários	Dólar pronto

FONTE: BM&FBOVESPA (2011)

A seguir, será dada ênfase ao segmento BOVESPA, no que tange às ações, por ser o foco de estudo deste trabalho.

2.4 MERCADO DE AÇÕES DA BM&FBOVESPA

As empresas de capital aberto utilizam a bolsa de valores para captação de recursos financeiros com o objetivo de financiar projetos de investimento e tornarem-se mais competitivas. Essa alternativa de captação mostrou-se eficaz em relação às demais opções de investimento existentes no mercado, tendo em vista a considerável redução do custo de captação de recursos financeiros. Importante salientar também a melhora da imagem institucional das empresas de capital aberto decorrente de uma maior exposição no mercado (destaque na mídia e comunidade financeira). A abertura de capital traz uma série de outras vantagens à companhia, sendo elas:

Quadro 3 - Potenciais benefícios para a empresa participante do mercado

Maior acesso a capital	Redução do custo do capital; Retorno de projetos que anteriormente poderiam ser menos atrativos pode superar o custo do financiamento, abrindo um leque de oportunidades de investimento;
Liquidez patrimonial	Os empreendedores ou sócios podem vender parte de suas ações da empresa, diversificando seu portfólio investimentos;
Ações como pagamento em aquisições	Realizar aquisições sem descapitalizar a companhia, usando suas próprias ações para efetuar o pagamento;
Referencial de avaliação do negócio	Ao abrir capital a empresa estará sendo constantemente avaliada pelos investidores. A cotação das ações é um referencial do seu valor no mercado, refletindo a percepção dos investidores quanto ao seu valor no futuro;
Melhora da imagem institucional	As companhias abertas têm muito mais projeção, estão mais visíveis aos olhos dos investidores, recebendo destaque na mídia e comunidade financeira.

FONTE: BM&FBOVESPA

É no segmento BOVESPA que ocorre a compra e venda de ações⁷ de Sociedades Anônimas. Estando dividido de acordo com a natureza das emissões (Mercado Primário ou Mercado Secundário), o mercado de ações tem como principal função proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas companhias abertas.

- Mercado Primário: com o objetivo de captar recursos financeiros, as empresas abrem seu capital emitindo títulos e valores mobiliários. Esta primeira venda de ações (IPO – *inicial public offering*) ocorre no mercado primário;

⁷ Segundo Lima et al. (2006, p. 25), ações são títulos de renda variável que representam a menor fração de capital da empresa emitente. Desta forma, pode-se afirmar que uma ação é um pedacinho de uma empresa.

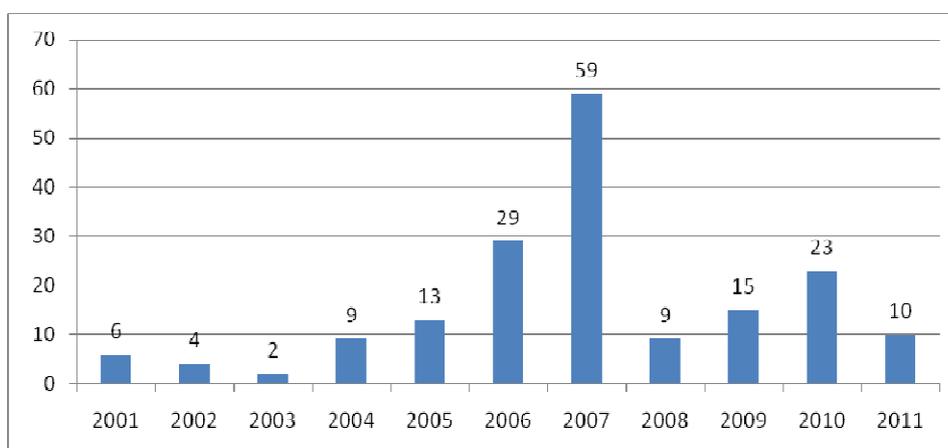
- Mercado Secundário: é no mercado secundário onde ocorre a negociação de títulos ou valores mobiliários entre os investidores, não gerando captação de recursos para a companhia emitente e sim, proporcionando ganhos ou perdas para o proprietário do título. Segundo Lagioia (2009, p. 136), é o mercado secundário que oferece o importante atributo da liquidez aos investidores que adquirem títulos no mercado primário. Um mercado secundário desenvolvido permitirá ao investidor comprar ou vender títulos a qualquer momento.

As ações podem ser ordinárias ou preferências, de acordo com os direitos que concedem aos seus acionistas:

- Ações ordinárias (ON): são aquelas que concedem poder de voto nas assembléias deliberativas da companhia;
- Ações preferenciais (PN): não concedem ou restringem o direito ao voto nas assembléias, porém possuem prioridade na distribuição de dividendos⁸ ou no reembolso de capital no caso de liquidação da companhia.

Observa-se o aumento crescente do número de empresas que abriram capital nos últimos anos, principalmente após 2003. Abalada pela crise do *subprime* americano, a bolsa brasileira registra uma forte queda nas aberturas de capital de 2008 (09 aberturas ante 59 em 2007). Impulsionada pelo mercado interno, a economia brasileira não sofreu fortes abalos, revertendo o número de aberturas já a partir do ano seguinte.

Figura 1 - Evolução de aberturas de capital na BM&FBOVESPA



FONTE: CVM (2011)

⁸ Dividendo: corresponde a uma parcela de lucro apurado ao final de cada exercício social distribuída aos acionistas de acordo com a quantidade de ações detida.

A globalização, as privatizações e a desregulamentação da economia no final dos anos 1990 propiciaram um ambiente mais competitivo, provocando as empresas brasileiras a realizar mudanças em termos de gestão, profissionalismo e transparência. De encontro a estas necessidades, vieram as práticas de Governança Corporativa.

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC. No ano seguinte é realizado o primeiro evento público da Instituição, oferecendo um debate inédito sobre governança corporativa e conselheiros de administração. Em 1998 o IBCA realiza seu primeiro curso para conselheiros e no ano seguinte publica o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, contendo informações sobre o conselho de administração e a conduta esperada. Os quatro princípios básicos da boa governança (transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa) foram detalhados e aprofundados em versões posteriores. Ainda neste mesmo ano a CVM lança a Instrução 299, sobre rodízio de auditorias e ofertas públicas. Em 2000 a BOVESPA lança os segmentos diferenciados de governança corporativa destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa: Nível I, Nível II e Novo Mercado, assunto que será discutido mais adiante. O Índice de Governança Corporativa (IGC) foi criado em 2001 com o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentam bons níveis de governança. No mesmo ano a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976) é reformada pela Lei 10.303/2001, apresentando avanços em relação ao projeto inicial. Em 2002 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou sua cartilha, Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, focando nos administradores, conselheiros acionistas controladores e minoritários e auditores independentes, além do lançamento das instruções 358 e 361 sobre informações relevantes e fechamento branco. No ano seguinte a CVM lança a Instrução 381 sobre serviços oferecidos pelas auditorias. Em 2004 o IBGC lança a terceira versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, abordando o papel dos diferentes públicos-alvo da governança. Ao completar 10 anos em 2005, o IBGC lança o livro Uma década de Governança Corporativa – História do IBGC, marcos e experiência. Neste mesmo ano ocorre a primeira edição do Prêmio IBGC de Governança Corporativa. Em 2006 a BOVESPA amplia as regras para os níveis diferenciados de listagem e em 2008 o IBGC lança a primeira Carta-Diretriz, se posicionando a

independência dos conselheiros de administração e o Artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas. Em 2009 a CVM lança a instrução 480, trazendo como uma das principais mudanças o aumento no nível de informações prestadas pelas companhias.

O tema governança está em evidência no meio empresarial, porém, apesar disso, conforme constatação do IBGC, “o Brasil ainda se caracteriza pela alta concentração do controle acionário, pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão” (IBGC). Para estimular a disseminação da governança corporativa no país, o IBGC vem adotando a estratégia de premiações nas instâncias empresarial, acadêmica e imprensa. Silveira (2010), ressaltando a importância da governança corporativa diz que a mesma “é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é crucial para o crescimento e competitividade internacional das companhias brasileiras”. Khanna e Papelu (2000), afirmam que investidores estão dispostos a pagar um prêmio pelas ações de empresas que adotam práticas transparentes de Governança Corporativa. No mesmo ano um estudo realizado pelo Banco Mundial em parceria com a consultoria Mckinsey conclui que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança.

As empresas que possuem governança corporativa seguem quatro princípios básicos, sendo eles a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. As características sobre cada um destes quatro princípios estão descritas no Quadro 4:

Quadro 4 - Princípios Norteadores da Governança Corporativa

Transparência	Disponibilizar para todas as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos.
Equidade	Tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (<i>stakeholders</i>).
Prestação de contas	Sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores devem prestar contas de sua atuação, assumindo as consequências de seus atos e omissões.
Responsabilidade Corporativa	Sócios, administradores, conselheiros fiscais e auditores devem zelar pela sustentabilidade e longevidade das organizações.

FONTE: IBGC (2011)

De acordo com La Porta et al. (1998), é o grau de proteção legal aos investidores que explica as diferenças entre os diversos sistemas de governança corporativa e o conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais mundo afora. Conforme abordado no subitem legislação, o regime jurídico brasileiro é baseado na Lei Civil francesa, regime este caracterizado por uma concentração acionária elevada e uma pior proteção legal aos

investidores. Com as mudanças econômicas já citadas anteriormente e o aumento fluxo de capitais estrangeiros e investimentos de fundos de pensão no país, em 2000 foram lançados pela BOVESPA os segmentos especiais de listagem para empresas que apresentam níveis diferenciados de governança corporativa. São eles:

- Nível I: as empresas do segmento I podem emitir ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN), conforme legislação. Seu *free float*⁹ não poderá ser inferior à 25%, devendo conceder *tag along*¹⁰ à 80% das ações ON. Estas empresas devem divulgar informações adicionais às exigidas pela legislação, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações feitas com diretores, executivos e acionistas controladores e também sobre operações feitas com partes relacionadas (BOVESPA, 2011);
- Nível II: as empresas deste nível podem emitir ações ordinárias e preferenciais (com direitos adicionais: poder de voto em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembléia de acionistas). As empresas do nível II, igualmente aquelas enquadradas no nível I e Novo Mercado, devem ter um *free float* não inferior a 25% (BOVESPA, 2011);
- Novo Mercado: é o padrão mais elevado de Governança Corporativa, exigindo regras adicionais aos outros dois níveis. As companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações ordinárias (ON), sendo que no caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%), em caso de cancelamento do contrato ou deslistagem do Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico, o Conselho de Administração deve ser composto por no

⁹ *Free float*: ações livres em circulação.

¹⁰ *Tag along*: direito dos acionistas minoritários e/ou preferenciais de, em caso de venda da companhia, receber pelas suas ações um valor correspondente a, no mínimo, 80% do valor pago por cada ação integrante do bloco de controle.

mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos. Quanto à divulgação de informações, a empresa deverá divulgar dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente, disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito e deverá obrigatoriamente divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores. (BOVESPA, 2011)

As práticas de governança corporativa encaixam-se em um novo referencial de atuação das empresas junto aos seus *stakeholders*. Algo, por sinal, já captado, pela teoria econômica, sobretudo a NEI – Nova Economia institucional. Daí a importância de abordarmos a evolução e situação atual da teoria econômica em torno do problema da administração e posicionamento da firma moderna.

3 NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

A Nova Economia Institucional (termo cunhado por Williamson em 1975), de acordo com Barcelos (2003), concentra-se em dois aspectos básicos: o desempenho econômico e as instituições. Fernández e Pessali (2003, p. 217) afirmam que a NEI vai além da microteoria recebida até então, mas não rompe com ela. Complementando, Zylbersztajn (2002, p. 130) afirma que o conflito entre a ortodoxia e a Nova Economia Institucional (NEI) pode ser relativizado, quando se afirma que a economia ortodoxa foi desenhada para estudar o funcionamento dos mercados e o papel dos preços, e não o papel, a estrutura e a operação das organizações. Ambos estes aspectos possuem relação de causalidade: as instituições determinam o desempenho econômico e o desempenho econômico determina as instituições. Desta forma, pode-se afirmar que NEI enfatiza o papel das instituições e suas relações com o desempenho econômico da sociedade. Instituições, custos de transação, informação, direitos de propriedade são focos de estudo da NEI. Silva Filho (2006, p. 262) afirma que os autores vinculados à Nova Economia Institucional têm tentado suprir as deficiências da teoria neoclássica da firma, enfatizando a importância da cooperação e do ambiente normativo onde a firma se encontra inserida.

3.1 TEORIA DA FIRMA E CUSTOS DE TRANSAÇÃO

É a teoria da firma que fornece o arcabouço teórico para os estudos sobre a Governança Corporativa. Davis (2005) afirma que a necessidade de capital das grandes corporações privadas era maior que a capacidade que poderia ser absorvida pela riqueza das famílias, conduzindo a dispersão do capital entre inúmeros *shareholders*. Em 1932, Adolf Berle e Gardiner Means publicaram o livro *The Modern Corporation and Private Property* (A Moderna Corporação e Propriedade Privada), no qual realizam um estudo com 200 das maiores corporações americanas não financeiras do ano de 1930. Neste estudo, os autores concluem que 65% destas empresas eram controladas por diretores com pouca ou nenhuma participação acionária. À medida que essas empresas cresciam, aumentava a necessidade de captação de recursos financeiros, o que se dava por meio da pulverização acionária. Essa nova estrutura de propriedade acarretou no aumento da necessidade de capital humano especializado em gerenciamento, muitos dos profissionais especializados contratados para a função não possuíam participação acionária nestas empresas. Desta forma, os gestores (também chamados de “agentes”) não são efetivamente os acionistas (os “principais”) das

corporações e sim os representantes destes. Berle e Means (1932) questionam se estes agentes efetivamente agem de acordo com os interesses dos principais ou por interesse próprio em detrimento dos recursos dos principais. Desta forma, segundo os autores, surge a necessidade da separação entre propriedade e controle.

Mais tarde, em 1937, Ronald Coase em seu artigo *The Nature of the Firm* (A Natureza da Firma) questiona a existência das firmas, onde busca uma definição para firma que corresponda ao que ela é “no mundo real” e introduz a teoria dos custos de transação, ponto de partida desta nova teoria da firma. Até o momento a teoria econômica tratava apenas dos custos de produção e de funções de produção. Breidenbach et al. (2009) afirmam que a teoria dos custos de transação, desenvolvida a partir do trabalho pioneiro de Coase, é a principal teoria da NEI. Williamson (1979, p. 233) argumenta que se os custos de transação são negligenciáveis, a organização da atividade econômica é irrelevante. Segundo Fiani (2002, p. 267),

Embora se reconhecesse a existência também dos custos de transação, isto é, que não apenas o ato de produzir, mas também o ato de comprar e vender acarretava custos, suponha-se em geral que os custos associados às transações econômicas eram negligenciáveis, de tal forma que os únicos custos que realmente importavam eram os custos de produção.

Williamson (1989, p. 136) defende a abordagem da economia dos custos de transação no estudo das organizações pelo fato desta ser

mais micro analítica, ter mais consciência sobre os pressupostos comportamentais, introduz e desenvolve a importância econômica da especificidade dos ativos, acredita mais na análise institucional comparativa, diz respeito à empresa como uma estrutura de governança (ao invés de uma função de produção), coloca um peso maior as instituições *ex post* do contrato, dando ênfase na ordenação privada (em comparação com o tribunal que ordene) e funciona em conjunto como lei, perspectivas econômica e organizacional.

Desta forma, procurando a definição da firma no “mundo real”, Coase (1937, p. 387) critica a ideia de que alocação dos fatores de produção entre diversos mecanismos é determinada pelo mecanismo do preço, citando o seguinte exemplo: o preço do fator A é maior em X do que em Y. Como resultado, A se move de Y para X até que as diferenças nos preços entre X e Y desapareçam. Segundo Coase, o exemplo citado não é aplicado em diversas áreas e cogita a possibilidade da existência das firmas no “mundo real” caso os compradores prefiram adquirir bens produzidos pela firma ao invés de bens produzidos de outras formas. Nesse processo é necessário que existam partes envolvidas. Para analisar a vantagem de estabelecer uma firma (produzir internamente) e quando é interessante deixar que o mercado produza, faz-se necessário conhecer os custos do mecanismo de preços. Estes custos, segundo Coase, podem ser reduzidos, porém não eliminados. Os custos de transação

correspondem a todos aqueles inclusos no ato de comprar e vender (custos de recorrer ao mercado), tais como os custos de negociar, redigir e garantir o cumprimento de um contrato. Além disso, o custo de negociação e confecção de um contrato separado para cada transação deve ser levado em conta. A análise dos custos de transação é feita sobre os contratos (Coase, 1937; Williamson, 1989).

A essência do contrato é determinar os limites de poder entre as partes. Com estes limites as partes podem direcionar os demais fatores de produção. O caráter do contrato é determinado pela forma com que os fatores são empregados pelas firmas.

Os custos de coordenação dentro da firma e o nível dos custos de transação são afetados pelas habilidades de comprar insumos de outras empresas e a habilidade destes de suprir estes insumos depende em partes dos seus custos de coordenação e dos níveis dos custos de transação, os quais são similarmente afetados nas demais firmas. O que está sendo delineado é uma estrutura complexa inter-relacionada. (COASE, 1995, p. 245)

Os mercados (sistema de preços) e as firmas, de acordo com Coase (1995), são substitutos dentre as alternativas de alocação de recursos. Quando os custos de transação se tornam baixos em relação aos custos gerenciais, as atividades empreendidas dentro das empresas passariam a ser realizadas pelo mercado. Em caso extremo, quando os custos de transação forem nulos, as empresas deixariam de existir e todas as atividades seriam feitas pelo mercado. O aumento dos custos de transação significa a substituição do mercado pelas empresas. Entre os custos mais destacados está o custo de agência, item que será abordado mais a frente.

Segundo Demsetz (1967), uma das funções dos direitos de propriedade é guiar os incentivos para alcançar uma maior internalização das externalidades. A condição necessária para tornar custos externalidades é fazer com que os custos da transação entre as partes excedam os ganhos da internalização. Os direitos de propriedade internalizam as externalidades quando os ganhos da internalização aumentam em relação aos seus custos. Um aumento da internalização resulta em mudanças nos valores econômicos, desenvolvimento de novas tecnologias e abertura de novos mercados. Fiani (2003, p. 187) afirma que

[...] a propriedade do ativo faz com que seu possuidor se aproprie tanto do fluxo de rendas presentes, como do fluxo futuro, através da valorização ou desvalorização de seu ativo. [...] Portanto, o proprietário de um direito é, também, o demandante residual das rendas geradas por esses direitos, que afetam o valor do próprio direito. A variação do valor do direito, assumida por seu proprietário, se manifesta no momento da venda do mesmo, pela realização de seu valor de mercado. Com efeito, a noção de responsabilidade na abordagem de direitos de propriedade está diretamente ligada à possibilidade de alienação dos direitos de propriedade através da venda, pois, sem a possibilidade de venda, o proprietário do direito não assume a responsabilidade pelas variações no valor do direito. E é através da responsabilidade que geram, que os direitos de venda vão promover a internalização de externalidades positivas, na forma de direitos de propriedade.

De acordo com Fiani (2002), são fatores determinantes da existência dos custos de transação:

a) Racionalidade limitada, complexidade e incerteza: estes conceitos têm como consequência a geração de assimetrias de informação e consequente adoção de atitudes oportunistas por parte dos agentes. Williamson (1989, p. 139) afirma que a racionalidade limitada e o oportunismo servem tanto para redobrar a atenção das partes como também para ajudar a distinguir entre os modos possíveis de contratação. A racionalidade limitada é relevante para a análise em condições de complexidade e incerteza, partindo do pressuposto que o ambiente não é previsível, não há como antecipar fatos futuros. Algumas transações entre firmas são ineficientes porque é difícil estabelecer contratualmente o que poderá acontecer no futuro. Mesmo com racionalidade limitada, os ambientes simples não oferecem dificuldades, visto que as restrições de racionalidade dos agentes não são atingidas. Já nos ambientes complexos a burocracia pode se tornar extremamente custosa, impedindo que os agentes especifiquem o que deveria ser feito a cada circunstância.

b) Oportunismo e especificidade dos ativos: o oportunismo está associado à manipulação de assimetrias de informação (informações distorcidas ou confidenciais, promessas não cumpríveis etc.) visando o benefício próprio em detrimento dos outros. Há na literatura econômica dois tipos de oportunismo: a seleção adversa (uma das partes já sabe de antemão que não poderá cumprir com o prometido) e o risco moral (há problemas na execução da transação contratada). Além disso, há também o problema de especificidade dos ativos (transações que envolvem ativos específicos), quando apenas um número limitado de agentes pode participar. Neste caso, a especificidade dos ativos reduz o número de produtores capazes de ofertá-los e os demandantes em exigí-los. Desta forma, o comprador e o vendedor passam a se relacionar de uma forma quase exclusiva, fazendo com que um dependa basicamente do outro. Este vínculo entre ambos pode dar origem ao chamado “problema do refém”, quando uma das partes torna-se vulnerável às ameaças da outra em encerrar o contrato. Um rompimento ou divergência no cumprimento do contrato pode trazer prejuízos sérios. De acordo com Williamson (2009), a especificidade dos ativos é um dos atributos mais importantes no entendimento da governança nas relações contratuais.

c) A especificidade dos ativos aumenta o risco associado a atitudes oportunistas incorridas na transação, fazendo com que um dos agentes seja de certa forma dependente do outro. Caso haja um menor grau de dependência (menor especificidade dos ativos), a concorrência entre os inúmeros agentes aptos a participarem da transação reduz esse risco.

Segundo Fiani (2003, p. 198), [...] a presença de concorrentes potenciais é suficiente para coibir atitudes oportunistas.

De acordo com Bolton e Scharfstein (1998, p. 98), [...] a integração das atividades em uma corporação pode ocorrer quando os custos de renegociação de contratos são altos e quando há uma relação de investimento em ativo específico. Como exemplo, ele citam a aquisição da Fisher Body pela General Motors em 1926. Em 1919 a GM assinou um contrato de fornecimento exclusivo por um longo espaço de tempo (10 anos) a preços pré-determinados com a Fisher Body (fornecedora de carcaças de carros). Para isso, a Fisher Body precisou se adaptar às exigências da GM fazendo investimentos exclusivos para atender as necessidades do cliente. O mercado automobilístico cresceu rapidamente. A GM necessitou que o fornecedor estivesse localizado perto da sua fábrica, o que foi recusado pela Fisher. Para evitar futuros problemas, em 1926 a GM comprou a Fischer Body.

Segundo Williamson (1989, p. 150), são três as principais diferenças entre produzir internamente ou recorrer ao mercado:

- Mercados promovem fortes incentivos e restringem distorções ocasionadas pela burocracia, pois são mais eficientes que a organização;
- Mercados podem agregar demandas como vantagem, desta forma realizar economias de escala e escopo;
- A organização, internamente, possui acesso a instrumentos de governança diferenciados.

Coase (1998, p. 73) afirma que os custos de troca dependem das instituições de um país: sistema legal, sistema político, sistema social, sistema educacional, cultura, etc. Segundo Williamson (1998, p. 77), as condições sociais antecedem a política e referem-se às normas, costumes e religião, características as quais diferem entre grupos e nações e operam como suporte social, ou sua falta, prejudicam a credibilidade dos contratos. Coase (1998) cita também a influência da tecnologia, a qual está em constante mudança desde a revolução digital com a queda dos custos de informação (um dos maiores componentes dos custos de transação).

Segundo Fiani (2002), são duas as principais aplicações da Teoria dos Custos de Transação:

- a) Defesa da concorrência: integração vertical das atividades com um fornecedor com o objetivo de economizar em custos de transação devido à especificidade dos ativos e complexidade das transações. Dada a especificidade dos ativos, a integração vertical com um fornecedor pode ser saudável para a economia, levando em conta que a especificidade faz

com que a empresa não encontre muitos compradores para a sua produção, o que reduz a possibilidade de atitudes oportunistas. Outro exemplo de restrição vertical é o caso das franquias (agente franqueado se compromete a adquirir seus produtos apenas de um dado fornecedor, ostentando a marca deste). Neste caso, os produtos apresentam as mesmas características, a mesma qualidade e especificidade, fazendo com que seja reduzida a possibilidade de atitudes oportunistas do revendedor, como apresentar produtos que possuem qualidade superior.

b) Regulação econômica: segundo Fiani (2002, p. 284), a contribuição mais importante da teoria se deu no sentido de reavaliar as vantagens das concessões de serviços públicos em relação à regulação direta de uma empresa por um órgão governamental. Como exemplo é citada a companhia de distribuição de energia elétrica: em termos de custos, vale mais a pena ter uma única empresa distribuindo energia elétrica do que várias empresas, com suas linhas lado a lado.

Williamson (2009, p. 466) afirma que as aplicações dos custos de transação não se limitam apenas as questões relacionadas à organização industrial, citando várias outras aplicações, tais como o trabalho, finanças públicas, comparação de sistemas econômicos, desenvolvimento econômico e reformas. Nos negócios os custos de transação são usados na formulação da estratégia, comportamento organizacional, marketing, finanças, gestão de operações, contabilidade e ciências sociais.

3.2 CUSTO E CONFLITOS DE AGÊNCIA

Nos últimos anos houve o aumento do interesse sobre o uso dos contratos, incluindo as teorias que enfatizam os incentivos do alinhamento *ex ante* (teoria da agência, teoria sobre os direitos de propriedade) e alinhamento *ex post* (governança das relações contratuais) (Williamson 2009). Morck e Yeung (2010) afirmam que a governança corporativa e os mecanismos de controle e monitoramento que limitam os custos de agência são os focos de estudo da teoria da agência. A eficiência dos contratos pode ser analisada a partir dos conceitos da relação de agência. Jensen e Meckling (1976) definem o relacionamento de agência como um contrato no qual os principais (acionistas) delegam aos agentes (gestores) a função de tomar decisões em seu nome. De acordo com Silveira (2010, p. 49), a estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão das empresas sempre estiveram no centro das discussões sobre Governança Corporativa. É a teoria da agência que explica os conflitos que surgem da separação entre propriedade e gestão corporativa.

Fiani (2002, p. 292) afirma que

Uma relação de agência ocorre sempre que exista um contrato, formal ou informal, pelo qual um indivíduo ou grupo de indivíduos – o principal - contrata um ou mais indivíduos – o(s) agente(s) - para desempenhar alguma atividade de seu interesse, delegando aos contratados algum poder de decidir de que maneira a atividade será executada.

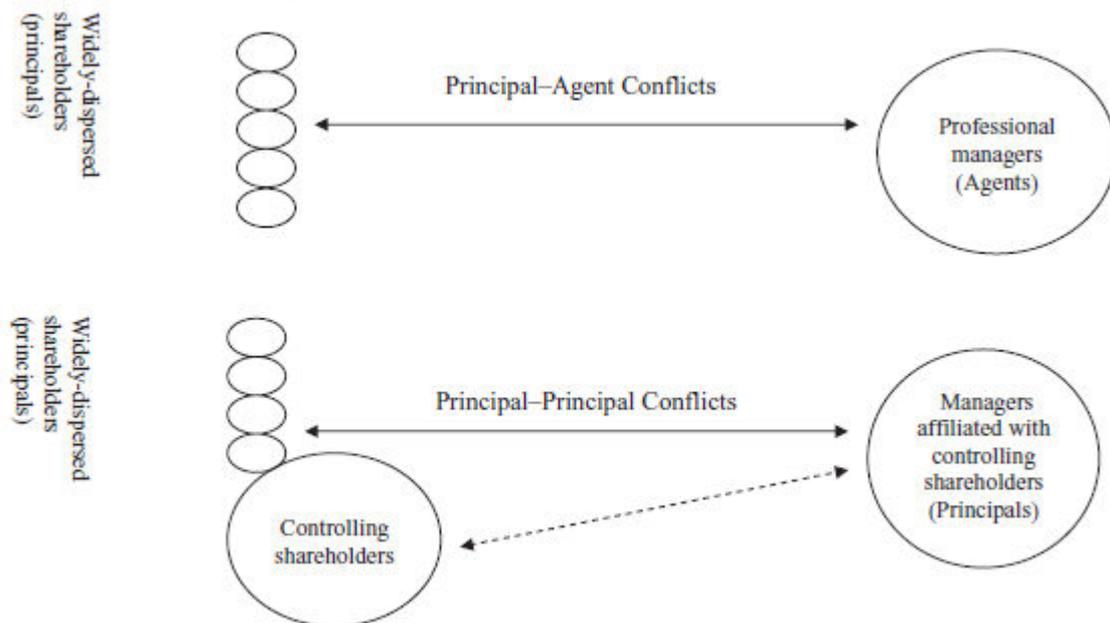
Desta forma, os conflitos de agência podem ocorrer entre principais (acionistas) e agentes (gestores) – chamados de conflitos PA, como também entre principais (acionistas majoritários x acionistas minoritários) – chamados de conflitos PP (Morck e Steier, 2005; Young et al., 2008). A ocorrência destes conflitos difere quanto ao grau de desenvolvimento dos países (La Porta et al., 1998 (b); Young et al., 2008). Segundo Young et al. (2008), em economias desenvolvidas é mais comum acontecer conflitos do tipo PA, enquanto que em economias em desenvolvimento (caracterizadas pela alta concentração acionária e baixo desenvolvimento do mercado de capitais) é comum acontecer os dois tipos de conflito. Schleifer e Vishny (1996) afirmam que a questão entre diversificação e crescimento é muitas vezes contrária aos objetivos dos *shareholders*. A teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* defende que as decisões devem ser tomadas para equilibrar e satisfazer os interesses destes, levando em conta que

[...] empresas são sistemas abertos que se relacionam com diversas partes externas, tornando-se necessária, portanto, a elaboração de estratégias coletivas que otimizem o sistema como um todo, além do reconhecimento de todos os relacionamentos dos quais as empresas dependem para sobreviver a longo prazo. (SILVEIRA et al., 2005, p. 37)

De acordo com Young et al. (2008), os conflitos do tipo PP ocorrem entre acionistas majoritários (ou controladores) e acionistas minoritários. Estes conflitos são geralmente percebidos em cenários com alta concentração acionária, propriedade e controle familiar, estrutura organizacional e baixo grau de proteção aos acionistas minoritários e decorrem de estratégias que beneficiam os controladores à custa dos minoritários, como por exemplo, expropriação, nepotismo e contratação de membros não qualificados para cargos chave.

A Figura 2 ilustra duas formas de que envolvem as organizações. Acima é representado o conflito PA e abaixo, os conflitos PP. Em economias em desenvolvimento é comum os acionistas controladores contratarem para seu quadro de colaboradores membros familiares ou profissionais que estão diretamente ligados ao controle.

Figura 2 - Conflitos organizacionais: PA e PP



FONTE: retirado de Young et al. (p. 200, 2008)

Em economias desenvolvidas o controle e propriedade são normalmente separados, pois os mecanismos legais são eficientes na proteção dos interesses dos investidores. Conforme mencionado anteriormente, economias desenvolvidas enfrentam conflitos do tipo PA – tomadores de decisão x provedores de capital. O Quadro 5 ilustra as principais diferenças dos conflitos entre acionistas majoritários ou controladores x acionistas minoritários (PP) e conflitos entre principais acionistas e agentes (PA).

Quadro 5 - Principais tipos de conflito (continua)

Tipo de Conflito	PA	PP
Divergência de Objetivos	Conflitos entre principais (acionistas) x agentes (gestores).	Conflitos entre acionistas majoritários ou controladores x acionistas minoritários.
Manifestações	Estratégias que beneficiam gestores à custa dos acionistas (fuga de responsabilidades, projetos baseados no gosto pessoal, compensações excessivas, gastos desnecessários, seleção de colaboradores desqualificados para posições gerenciais, venda de ativos da empresa abaixo do custo do mercado).	Por corromper a estratégia organizacional, estes conflitos afetam a competitividade e o desempenho. São exemplos as ações que beneficiam majoritários (ou controladores) à custa dos acionistas minoritários (contratação de colaboradores desqualificados para posições gerenciais, compra de insumos por preços acima do mercado, venda de bens e/ou serviços abaixo do preço de custo, baixo investimento em inovação, estratégias baseadas no gosto pessoal ou por benefício de empresas do grupo, expropriação dos minoritários, nepotismo, decisões estratégicas fracas).

Finalização

Proteção institucional aos acionistas minoritários	Restrições formais (revisões judiciais e cortes), bônus superiores com potencial de expropriação dos acionistas majoritários.	Instituições de proteção são normalmente falhas, corruptas ou ineficientes. Possuem pouca “força” para o monitoramento e controle dos gestores da corporação.
Controle Acionário	Disperso.	Concentrado.
Conselho de Administração	Conselhos defendem o interesse dos <i>shareholders</i> .	Geralmente ineficientes. Algumas vezes são conselhos escolhidos pelos próprios diretores.
Gestão	Gestores profissionais, monitorados pelo conselho de administração e auditores.	Familiares ou pessoas ligadas a estes. Baixo monitoramento, sendo quase exclusivamente familiar.

FONTE: Adaptado de Young et al. (2008), Silveira (2010)

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas defende que as decisões corporativas devem ser tomadas visando maximizar o valor da empresa. Espera-se que os gestores trabalhem em prol dos acionistas, porém, segundo Silveira (2010, p. 34),

Em organizações empresariais, entretanto, a busca pela maximização da utilidade pessoal pode levar um indivíduo a tomar decisões prejudiciais a terceiros, principalmente a investidores que confiaram a essa pessoa poder para tomada de decisão em seu interesse.

Além dos conflitos vistos já mencionados, existem, ainda, também os conflitos internos nas organizações, nos quais os interesses dos colaboradores (executores) divergem quanto aos dos gestores (planejadores). Thaler e Shefrin (1981), ao incorporar o conceito de autocontrole na teoria da escolha intertemporal do indivíduo, modelam o indivíduo como organização. Os conflitos resultantes são similares ao conflito principal-agente.

O conflito entre preferências de curto e longo prazo é introduzido na visão do indivíduo como organização. Em um determinado ponto, a organização consiste em um planejador e um executor. O planejador está concentrado com a longevidade e o executor somente em um período, sendo completamente egoísta ou míope. (Thaler e Shefrin, 1981, p. 394)

As preferências dos executores podem ser diretamente modificadas. Segundo Thaler e Shefrin (1981) as corporações usam estratégias para alterar estas preferências, tais como:

- Planos de participação nos lucros (embora a grande maioria seja apenas para o quadro de executivos e não para todos os colaboradores, empresas tentam criar uma atmosfera na qual os objetivos dos agentes coincidam com o dos principais);
- Monitoramento do custo dos insumos, oferecendo medidas de compensação;
- Lucros são medidos e usados como medida de desempenho para gestores.

O problema de agência, segundo Shleifer e Vishny (1996), refere-se à dificuldade que os principais têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos

não lucrativos. As principais formas de expropriação de riqueza por parte dos gestores são o estabelecimento de remuneração abusiva para si próprios, seleção de colaboradores desqualificados para cargos chave, investimentos em projetos que não agregam valor, mas que oferecem benefícios pessoais ou reduzem o risco dos executivos; escolha de projetos com base no gosto pessoal e não em análises técnicas, abuso de benefícios extraídos pelo controle e dedicação insuficiente às atividades da companhia, expropriação de lucros, venda de ativos abaixo do preço de mercado para outras empresas nas quais são acionistas (Silveira, 2010; Shleifer e Vishny, 1996; Morck e Yeung, 2010).

A transferência de ativos e lucros em benefício dos acionistas controladores é chamada de *tunneling*, termo o qual, segundo Johnson (2000, p. 22), foi criado originalmente para caracterizar a expropriação de acionistas minoritários na República Tcheca (remoção de ativos através de um túnel clandestino). O *tunneling* pode ocorrer de duas formas:

- Acionista controlador transfere recursos da firma em benefício próprio. Estas transações incluem roubos ou fraudes, venda de ativos e contratos nos quais os valores beneficiam os controladores, bônus excessivos, garantia de rendas, expropriação de oportunidades corporativas;
- O acionista controlador pode aumentar sua participação na firma sem a diluição de ações, *insider trading*, aquisições ou outras transações financeiras que discriminam os minoritários.

Conforme visto no capítulo 1, os países que adotam a Lei Comum enfatizam o senso de justiça, enquanto que aqueles que adotam a Lei Civil enfatizam a “habilidade de previsão” da lei e dependem de regras estatutárias para governar o comportamento. Ainda de acordo com Johnson (2000, p. 24), os tribunais de países que adotam a Lei Civil possuem mais casos de *tunneling* em comparação a aqueles países que adotam a Lei Comum, pois a Lei Civil:

- Apresenta fraca aplicação do dever de lealdade para transações sem propósitos de negociais;
- Exige maior comprovação nas situações de conflito de interesses;
- Possui maior falta de responsabilidade perante os interesses dos *stakeholders*;
- Depende mais de estatutos ao invés de usar a justiça para regular transações em benefício próprio.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são divididos em custos de monitoramento (custo que os principais têm ao observar ou monitorar o

comportamento dos agentes) e custo de acordos (custos dos agentes para estabelecer garantias que inibem ações que possam prejudicar os principais). Fiani (2002) acrescenta ainda como custo o valor das perdas decorridas de ações tomadas pelos agentes que diferem daquelas que maximizam o ganho do principal.

Os custos de monitoramento nos conflitos do tipo PP, segundo Young et al. (2008), são maiores nas economias em desenvolvimento em comparação com as economias desenvolvidas devido a ambiguidade das estruturas organizacionais (difícil especificar e mensurar os termos dos contratos), os agentes também são os acionistas controladores, possuindo estes o poder de influenciar nos mecanismos de monitoramento como, por exemplo, o conselho de administração. A concentração de propriedade diminui a liquidez dos mercados, o que resulta em um menor número de informações acerca dos valores das ações o que, conseqüentemente, reduz a capacidade de monitoramento do mercado.

Cabe destacar também que os conflitos do tipo PP comprometem a competitividade organizacional e desencorajam investimentos, ocasionando um aumento do custo de capital por pagamento de dividendos maiores (estratégia de atração de investidores para compensar o risco intrínseco na operação) e preços menores nas aberturas de capital. Além disso, é menor a participação de capital estrangeiro nestes empreendimentos. Para atrair acionistas minoritários, as corporações oferecem bônus como forma de garantir a não-expropriação. De acordo com Young et al. (2008), são dois os tipos de bônus oferecidos pelos majoritários aos minoritários: reputação – confiança conquistada pelo “bom tratamento” dos acionistas minoritários e *cross-listing* – lançamento de ações no mercado americano (ADRs), o que aumenta a necessidade de informar uma quantidade maior de dados, além da adequação às normas internacionais como, por exemplo, a Lei Sarbanes-Oxley (SOX). O lançamento de ADRs, segundo Young et al. (2008) não significa que estas empresas sejam “bem governadas”.

Morck e Yeung (2010, p.11) afirmam que a literatura sobre agência associa práticas superiores de governança corporativa com preços maiores de ações. Segundo estes autores, os *shareholders* não são os únicos que investem nas corporações. As obrigações da firma perante seus demais investidores (colaboradores, fornecedores, bancos) geralmente tem maior prioridade legal do que as obrigações com os *shareholders*. As corporações, em determinadas épocas, pagam dividendos relativos à participação no capital, que representam uma parcela dos lucros da empresa (Varian 2006, p. 362). Firms com pouco valor em caixa normalmente pagam menores dividendos, o que conseqüentemente diminui a riqueza dos acionistas. Desta forma, os preços das ações podem alterar a qualidade da gestão corporativa. Quando a firma é

perfeitamente transparente e democrática, os investidores podem estimar melhor o fluxo de caixa que cada um dos projetos corporativos vai gerar nos períodos futuros (Morck e Yeung, 2010; Gompers et al. 2003). Isso porque o valor total de uma empresa no mercado de ações representa o valor presente do fluxo de lucros que a empresa deverá gerar (Varian 2006, p. 362).

A abertura de capital traz consigo mudanças às empresas. O evento do IPO, com o lançamento de ações no mercado, abre as portas da empresa para novos sócios, ocasionando mudanças na gestão, controles internos e transparência, além de exigências e obrigações permanentes na condição de Companhia Aberta. Muitas das empresas brasileiras que abriram capital de 2004 até recentemente, aderiram aos níveis diferenciados aos NDGC ao lançar o IPO.

O capital atraído na abertura de capital depende de quanto os investidores externos estão dispostos a pagar por estas ações. Este valor reflete a qualidade da empresa emissora e as condições de mercado no momento da emissão. Desta forma, a estrutura de propriedade e a governança corporativa podem influenciar no preço das ações (La Porta et al., 1999). Beldi et al. (2007) complementam esta ideia ao afirmar que a GC somente simboliza valor quando existe um negócio de qualidade, lucrativo e principalmente bem administrado.

Borluzzo et al. (2011) analisam o preço das ações de empresas brasileiras não financeiras em IPO no período 2004 a 2007, examinando os prospectos preliminares e definitivos das ofertas públicas de ações e dos avisos de encerramento de ofertas. De acordo com os autores, o ajuste parcial de preços deve-se ao ambiente de mercado, ao percentual de ações preferenciais emitidas em relação ao total da oferta e, em relação à governança corporativa: a listagem no Novo Mercado e a simultaneidade - mesma pessoa ocupando a posição de CEO e presidente do conselho de administração.

Silveira et al. (2008) analisaram a adoção voluntária das práticas de GC pelas empresas brasileiras de capital aberto no período 1998-2004. Segundo os autores, aderir aos mais altos níveis de governança possui relação positiva com o aprimoramento da gestão destas corporações.

Destarte, o investidor aloca seu capital em empresas com transparência na gestão. Desta forma pode-se afirmar que a falta de confiança faz com que os investidores se retraiam, estabelecendo uma relação positiva entre governança corporativa e percepção dos investidores.

Como já foi dito anteriormente, o estágio atual da governança é fruto do desenvolvimento passado. Young et al. (2008) afirmam que as condições institucionais em

economias em desenvolvimento criam um clima que aumenta os custos de monitoramento e aplicação dos contratos. Sendo assim, a concentração acionária é a alternativa de governança mais viável nesses ambientes. Os acionistas controladores são, muitas vezes, associados a um grupo familiar ou empresarial e, desta forma, também são monitorados por estes.

É basicamente o controle corporativo familiar que caracteriza as estruturas empresariais dos países em desenvolvimento. A vantagem, neste caso, é o alinhamento entre propriedade e controle. Todavia, são várias as desvantagens, tais como a expropriação de acionistas minoritários não-familiares, expropriação de recursos, contratação de membros familiares sem a devida qualificação para cargos de gestão, “inveja” das gerações, compensações não baseadas em mérito, decisões estratégicas irracionais. Schulze et al. (2001) concluem que as relações familiares fazem com que os conflitos de agência tornem-se mais difíceis de resolver, porque as relações são baseadas entre principais (familiares acionistas) e agentes (familiares gestores), tendo fatores como emoção, sentimentos, relações informais, resultando em um menor monitoramento dos grupos familiares. Morck e Yeung (2010, p.1) afirmam que a gestão de uma organização requer talento escasso e concorrência entre os líderes torna o controle corporativo mais viável. Tamanho e complexidade da firma também são fatores que dependem, pois as firmas menores tendem a ter relações informais. Já as maiores, geralmente por estar mais tempo no mercado, possuem melhores ferramentas de gestão e sistemas de controle, sendo as relações dentro dela consideradas mais formais.

De acordo com Young et al. (2008), cada membro de um grupo empresarial é uma entidade empresarial distinta, que publica seus próprios relatórios financeiros, tem seu próprio conselho de administração e é responsável apenas por seus acionistas. Este tipo de estrutura pode trazer vantagens quanto às estratégias usadas pelo grupo. As estratégias verticais superam problemas como deficiência no mercado de produtos e trabalho, através da transferência de recursos e mão de obra entre empresas do grupo, e as estratégias horizontais são usadas nos casos de deficiência de capital, como por exemplo, transferência de tecnologia entre empresas do grupo. As organizações, normalmente por sua alta complexidade, são “lentas”, possuindo deficiências na coordenação e administração de recursos. Em grupos empresariais os acionistas controladores podem expandir o controle e com isso aumentar a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários, o que causa os conflitos do tipo PP (Young et al., 2008, p. 206).

Em grupos empresariais, acionistas minoritários podem ser expropriados se os direitos de controle dos acionistas controladores são maiores que os direitos do fluxo de caixa. A situação chamada de *pyramidal* ocorre quando um acionista controlador administra outras

firmas através da estrutura de propriedade, controlando uma determinada corporação indiretamente através de outras corporações (Young et al. 2008; Morck e Steier 2005). As estruturas piramidais são comuns em economias emergentes (Young et al, 2008, p. 207) e tradicionalmente consideradas como uma característica *tunneling* devido a larga discrepância entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa dos acionistas controladores (Chan e Hong, 2010).

Ao estudarem as estruturas de propriedade denominadas *pyramidal*, (Chan e Hong, 2010) analisaram companhias abertas listadas na Taiwan Stock Exchange (TSE) e negociadas na Greta Market (OTC) entre os anos 1996-2008 e apontaram como vantagens destas estruturas o financiamento interno (menor necessidade de recorrer a instituições financeiras ou outras fontes de financiamento) e menor incentivo de manipular rendas pela afiliação a grupos rentáveis. Morck et al. (2004, p. 32), defendem as estruturas piramidais para mercados de economias emergentes.

Em essência, capital, talento humano e intangíveis são internalizados em grupos porque os mercados externos são fracamente desenvolvidos. Quando instituições são deficientes, fazer negócios com estranhos é perigoso e inviável. Isto impede a operação do trabalho, capital, conhecimento e mercado de produtos. Embora famílias com reputação em justiça e boas práticas de administração são especialmente procuradas para parcerias em negócios em determinados ambientes. Desta forma, *pyramids* facilita a atividade econômica.

Em economias nas quais há forte assimetria de informação e deficiências nas instituições de controle e regulamentação, o financiamento externo é caro e limitado. Desta forma, a estrutura de grupo é a forma mais eficiente de controle e geração de recursos. Todavia Morck et al. (2004) apontam vários efeitos:

- Estruturas de propriedade piramidais permitem que o acionista controlador garanta direito de controle sem “comensurar” (*commensurate*) direitos de fluxo de caixa. O direito de controle protege o acionista controlador de perder poder;
- Quando as estruturas piramidais são controladas por famílias, estes membros familiares podem reter o poder. A sucessão através de herança pode ter um efeito negativo, porque os principais cargos da corporação necessitam ser ocupados pelos indivíduos mais preparados e não pelos indivíduos familiares mais aptos para o cargo;
- Quando os recursos são administrados de forma eficiente e alocados dentro de um grupo controlado por uma única família, grupos corporativos podem ser indesejáveis;

- A concentração de controle sobre os recursos produtivos por poucas famílias fornece poder a elas, tanto no mercado de bens como de capitais, conduzindo a potenciais consequências econômicas.

O sistema legal brasileiro deriva da Lei Civil. Conforme abordado no capítulo 2, países que adotam a Lei Civil são caracterizados pela concentração acionária e pelo controle familiar e possuem maior propensão de exclusão dos acionistas minoritários. Desta forma, os custos com contratos, auditoria e monitoramento tendem a ser mais elevados.

Para atrair investimentos e solidificar a confiabilidade dos investidores no mercado brasileiro, vários esforços tem sido feitos. O lançamento, pela BOVESPA, dos segmentos diferenciados de governança corporativa, a reforma na Lei das Sociedades Anônimas, a cartilha de recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa abordando o papel dos diferentes públicos-alvo da governança, foram alguns dos marcos iniciais.

O Brasil, sexta maior economia do mundo, possui hoje uma perspectiva econômica promissora, apresentando uma economia sólida e atraente para investimentos. Além das medidas que visam o aumento da transparência e confiabilidade acima citadas, cabe salientarmos também as mudanças de cunho macroeconômico ocorridas nos últimos anos. Destarte, o próximo capítulo traça um panorama da economia brasileira.

4 ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO RECENTE

O sucesso econômico de uma nação está fortemente relacionado à sua competitividade internacional (Krugman, 1996). O PIB, soma das riquezas produzidas dentro do território nacional num dado período, é um dos indicadores comparativos usados para determinar a competitividade da economia dos países. Neste quesito, a economia brasileira vem merecendo destaque ao longo dos últimos anos. Em 2010 o Brasil figurou na sétima posição dentre as maiores economias mundiais, passando para a sexta posição em 2011. Além disso, em 2010, o PIB brasileiro representou 40% do PIB total da América Latina, com um crescimento econômico de 7,49% em relação a 2009. Entre os países do BRIC¹¹ o crescimento em pontos percentuais não tem sido tão significativo, porém se comparado em valores, o mesmo vem figurando na maior parte na parte dos anos com o segundo maior PIB do grupo. Este crescimento mostra que o Brasil é hoje uma potência econômica, estando refletidos os resultados de medidas econômicas implementadas desde o início dos anos 90, em especial o Plano Real (1994) que acabou com o período de infração e instabilidade.

Quadro 6 - Percentual de crescimento anual do PIB a preços constantes

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mundo	4,28	1,63	1,96	2,66	4,09	3,55	4,06	3,96	1,49	-2,33	4,21
América Latina e Caribe	3,95	0,47	-0,33	2,18	6,10	4,93	5,83	5,91	4,29	-1,82	6,17
Brasil	4,31	1,31	2,66	1,15	5,71	3,16	3,96	6,09	5,16	-0,64	7,49
Rússia	10,00	5,09	4,74	7,30	7,18	6,38	8,15	8,54	5,25	-7,81	4,03
Índia	4,03	5,22	3,77	8,37	8,28	9,32	9,27	9,82	4,93	9,10	8,81
China	8,40	8,30	9,10	10,00	10,10	11,30	12,70	14,20	9,60	9,20	10,40
Argentina	-0,79	-4,41	-10,89	8,84	9,03	9,18	8,47	8,65	6,76	0,85	9,16
Bolívia	2,51	1,68	2,49	2,71	4,17	4,42	4,80	4,56	6,15	3,36	4,13
Chile	4,49	3,38	2,18	3,92	6,04	5,56	4,59	4,60	3,66	-1,68	5,20
Colômbia	4,42	1,68	2,50	3,92	5,33	4,71	6,70	6,90	3,55	1,45	4,31
Venezuela	3,69	3,39	-8,86	-7,76	18,29	10,32	9,87	8,75	5,28	-3,20	-1,49

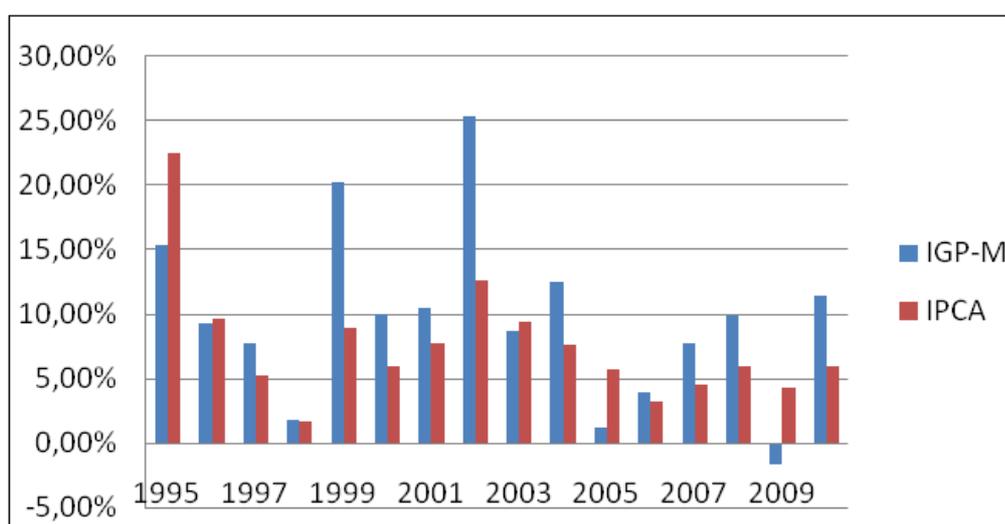
FONTE: Banco Mundial (2011)

A década de 1980 é definida por Moniz Bandeira (2002, p. 135) como uma “década perdida” no plano econômico devido ao lento crescimento do PIB e inflação desenfreada. De

¹¹ Termo cunhado pelo economista Jim O’Neill do Goldman Sachs em 2001 para descrever os países que se destacam no cenário mundial pelo rápido crescimento das suas economias – Brasil, Rússia, Índia e China, respectivamente.

acordo com Gremaud et al. (2011, p. 410) a inflação, inicialmente estabilizada em 100% nos anos de 1981 e 1982, acelerou-se a partir de 1982 devido a alguns choques de oferta e à deterioração da situação financeira do Estado. No decorrer da segunda metade da década de 80 e na primeira metade da década de 90, foram implantados vários planos sucessivos para a estabilização da inflação, trazendo como principal elemento o congelamento dos preços, destacando-se Cruzado (1986), Bresser (1987), Collor I (1990), Collor II (1991) e Plano Real (1994), o qual estacou definitivamente o problema. Para não incorrer nos mesmos erros, a cada plano incorporavam-se novas características, aperfeiçoando os planos anteriores.

Figura 3 - Variação anual do IGP-M e IPCA após 1994



FONTE: IBRE-FGV (2011) e IBGE (2011)

O resultado positivo das medidas implementadas para a contenção da inflação tem influenciado a política econômica brasileira desde então. Após o Plano Real, o problema da inflação foi amenizado no país. Os dois principais índices usados para medir a inflação brasileira são o IPCA¹² e o IGP-M¹³. Observa-se que o sucesso do Plano Real foi imediato,

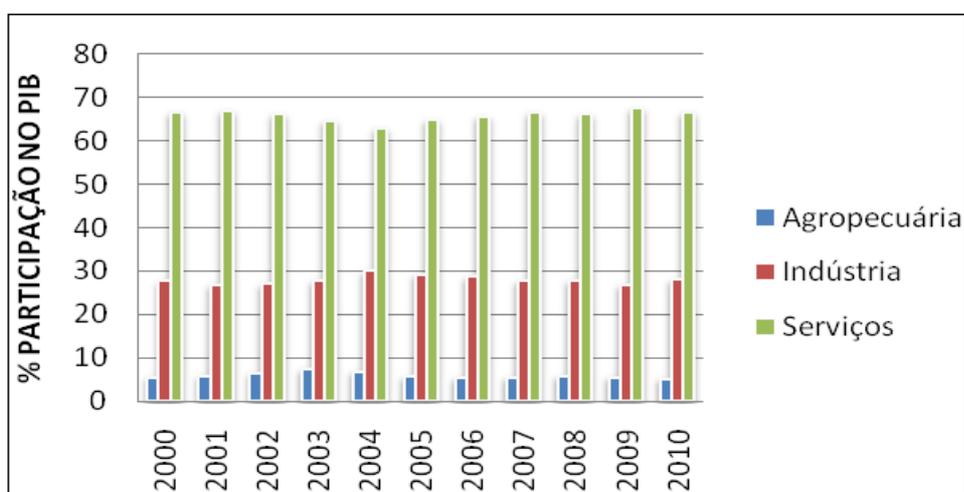
¹² Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE desde 1979, é utilizado pelo COPOM para o acompanhamento dos objetivos estabelecidos no sistema de metas da inflação. O índice reflete a variação dos preços de grupos de bens e serviços consumidos pelas famílias com faixa de renda entre 1 e 40 salários mínimos, nas 11 principais metrópoles brasileiras, sendo as coletas efetuadas entre o primeiro e o último dia do mês corrente.

¹³ Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) é o índice de inflação calculado mensalmente pela FGV com base na média ponderada do IPA – Índice de Preços por Atacado (60%, mede o movimento médio no atacado de preços em todas as capitais brasileiras), IPC – Índice de Preços ao Consumidor (30%, mede o movimento médio mensal de preços de determinado conjunto de bens e serviços no mercado varejista brasileiro) e INCC – Índice Nacional de Custo da Construção (10%, mede a evolução dos preços dos materiais de construção, serviços e mão-de-obra relativos a construção civil). Sua periodicidade de coleta é do dia 21 do mês anterior ao dia 20 do mês de referência, sendo usado para a correção de vários contratos e títulos no mercado financeiro. Pelo índice possuir grande peso dos preços do atacado, captando mais rapidamente as variações cambiais e outros choques de preços, o IGP-M possui maior volatilidade em relação ao IPCA.

registrando desinflação entre 1995 e 1998. Entretanto entre 1999 e 2003, houve um aumento dos índices inflacionários. Segundo Bacen (2003, p.1), a alta inflação em 2002 ocorreu por conta de uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança e de um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Entre os anos de 2006 a 2010 a inflação novamente recuou, atingindo sua menor variação em 2006 (3,14%) e sua maior em 2010 (5,91%). Já o IGP-M registrou uma variação negativa de 1,71% em 2009, variação esta que pode ser atribuída à crise financeira internacional. Para o crescimento da economia, controlar a inflação é um dos fatores chave para o sucesso da política econômica.

Como o PIB é o somatório de todos os produtos e serviços finais produzidos dentro do território nacional num dado período (Vasconcellos, 2008), ele corresponde ao consumo (despesa privada em bens de consumo), investimentos (formação bruta de capital fixo, matéria prima etc.), gastos do governo (despesa do Estado em bens de consumo) e balança comercial (exportações subtraídas as importações. A agropecuária, indústria e serviços são os setores que compõem o indicador.

Figura 4 - Participação setorial no PIB

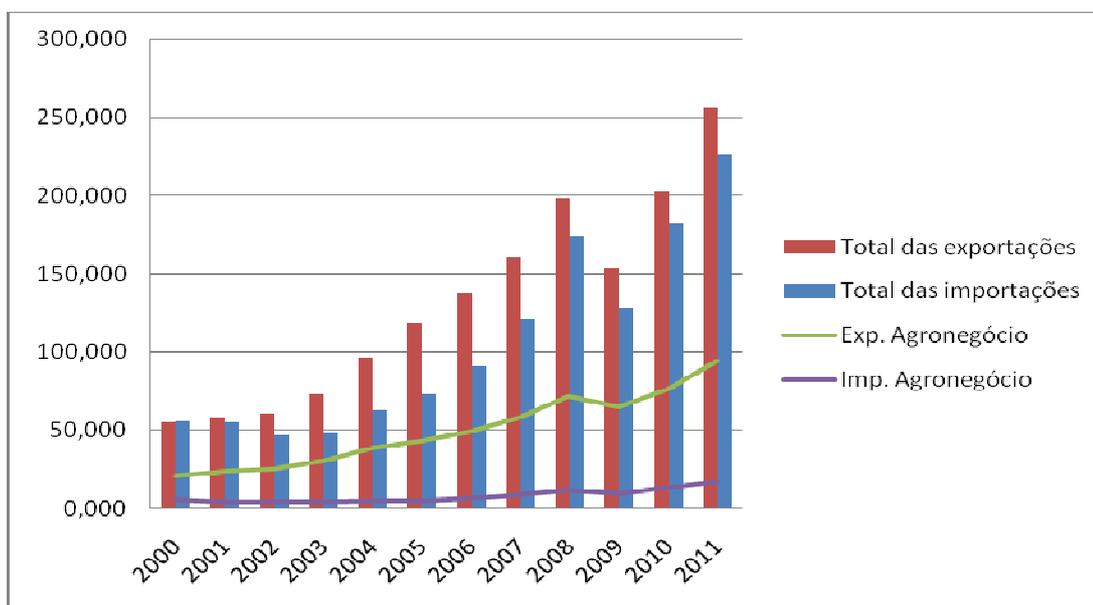


FONTE: IBGE (2011)

Com menos de 10%, a agropecuária possui a menor participação setorial no PIB brasileiro ficando o setor serviços na primeira colocação e o setor indústria na segunda. De acordo com Ferreira Filho et al. (2007), o crescimento da produção agrícola em anos recentes tem sido baseado em expansão da área cultivada e também na elevação da produtividade. O Brasil é hoje um dos líderes mundiais na produção e exportação de vários produtos agropecuários, destacando-se como primeiro produtor e exportador de açúcar, café, etanol de cana-de-açúcar e suco de laranja. (Ministério da Agricultura) Não menos importante, soja,

carne, madeiras e seus produtos, fumo, milho, algodão e couros e peleteria também fazem parte dos produtos exportados.

Figura 5 - Balança comercial e do agronegócio – US\$ bilhões



FONTE: SECEX/MDIC (2011)

Verifica-se pelos dados da Figura 5 que a balança comercial brasileira foi deficitária, em relação ao período analisado, apenas no ano de 2000, com uma diferença de US\$ 731 milhões. Já a balança do agronegócio manteve-se positiva em todo o período, sendo possível observar o aumento do volume exportado principalmente a partir de 2002. A venda de produtos básicos, que sustentou as exportações brasileiras durante vários anos, voltou a crescer a partir de 2000. Importando principalmente minério de ferro, soja, petróleo bruto, carne bovina, milho e café, foram a China e os Estados Unidos os maiores importadores de nossos produtos básicos. Os dados permitem verificar, também, a importância fundamental do agronegócio para o comércio exterior brasileiro.

O setor industrial possui participação importante no PIB brasileiro e na geração de empregos. O período pós Plano Real, com o cenário macroeconômico mais estável, medidas de apoio às micro e pequenas empresas e a entrada de capital estrangeiro atraído pelos programas de privatização de estatais, tornaram o investimento do capital mais atraente no setor industrial. Cabe destacar também a abertura econômica na década de 1990, que deixou para trás a proteção contra as importações iniciada no primeiro governo de Getúlio Vargas (1930-1945) a fim de desenvolver a indústria nacional. A diminuição da participação do Estado na economia tornou os serviços mais eficientes e baratos. As privatizações serviram

também para recuperar empresas que caminhavam para a falência, sendo a Embraer um exemplo. Anuatti-Neto et al. (2005) estudaram os efeitos da privatização sobre as empresas privadas no Brasil e, analisando 15 indicadores de desempenho, detectaram um aumento na lucratividade e na eficiência operacional destas empresas bem como observaram um aumento na liquidez corrente e uma redução do endividamento de longo prazo das mesmas.

Com o objetivo inicial de formular e executar a política nacional de desenvolvimento econômico foi criado, em 1952, com capital integralmente subscrito pela União, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), atualmente denominado Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O Banco teve papel fundamental na industrialização da economia brasileira. Em 1971 o Banco tornou-se uma empresa pública, possibilitando maior flexibilidade na contratação de pessoal, maior liberdade nas operações de captação e aplicação dos recursos e menor interferência política. Em relação às privatizações das grandes estatais brasileiras, o BNDES foi responsável pelo suporte administrativo, financeiro e técnico. Atuando em todos os segmentos econômicos e oferecendo condições especiais para as micro, pequenas e médias empresas, o Banco possui como ações estratégicas o incentivo às exportações e o fortalecimento do mercado de capitais, sendo atualmente o principal instrumento de financiamento de investimentos no longo prazo. Sua missão é promover a competitividade da economia brasileira, de forma agregada à sustentabilidade, à geração de emprego e renda e à redução das desigualdades sociais e regionais. No mercado de capitais o BNDES pode participar como subscritor de valores mobiliários em empresas de capital aberto ou em empresas que no curto ou médio prazo possam ingressar no mercado de capitais. (Fonte: BNDES, 2011)

Os valores financiados pelo BNDES aumentaram consideravelmente de 2000 até 2011. Observa-se um aumento de aproximadamente 600% no período, destacando-se o financiamento para o setor de comércio e serviços que corresponde a 48% do volume total, seguindo pela indústria de transformação e extrativista com 43% e o agronegócio, com aproximadamente 9% o que corresponde a uma distribuição de recursos proporcional a participação dos setores na economia.

Quadro 7 - Desembolsos do sistema BNDES por setor - R\$ (milhões)

Data	Total	Ind. Transform.	Comércio e serviços	Agropecuária	Indústria extrativa
2000	112.247	53.369	47.706	10.664	507
2001	144.881	81.833	46.082	16.147	818
2002	203.938	97.119	80.852	24.575	1.391
2003	174.694	77.715	71.290	24.824	864
2004	239.857	93.002	101.992	43.278	1.585
2005	271.603	131.937	110.658	27.221	1.787
2006	264.928	128.424	110.281	22.052	4.176
2007	362.937	152.335	171.148	31.150	8.303
2008	521.510	204.843	265.139	35.241	16.284
2009	744.229	339.949	345.157	40.582	18.543
2010	944.793	394.376	478.078	64.447	7.893
2011	784.324	227.494	475.069	61.677	20.084

FONTE: Bacen (2011)

Com o objetivo de expandir e fortalecer a base industrial brasileira através da melhoria da capacidade inovadora das empresas foi lançada em 2004 a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior – PITCE. Atuando em três eixos, a PITCE teve como pilar a inovação e a agregação de valor aos processos, produtos e serviços da indústria nacional. Dando continuidade à PITCE, em 2008, sob a coordenação do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), em parceria com os ministérios da Fazenda e da Ciência e Tecnologia foi lançada pelo Governo Federal a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP). O programa teve como metas a aceleração do investimento, estímulo à inovação, ampliação da inserção internacional do Brasil e aumento do número de micro e pequenas empresas exportadoras.

Visando promover o crescimento acelerado e sustentado da economia, através de investimentos em obras de infraestrutura (portos, aeroportos, rodovias, ferrovias, hidrovias, geração de energia, redes de esgoto, etc.) e incentivando o investimento público e privado e assim aumentando os níveis de emprego e renda, o Governo Federal criou, em 2007, o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). O Programa é financiado pela União (orçamento do governo federal), contando também com investimento de empresas estatais e do setor privado. Em 2010 o governo lançou a segunda fase do PAC, organizando os investimentos em seis grandes eixos (Cidade Melhor; Comunidade Cidadã; Minha Casa, Minha Vida; Água e Luz para Todos; Transportes; e Energia) e incluiu no programa, outras ações que haviam ficado fora da primeira fase, bem como consolida as estabelecidas no primeiro estágio.

Em 2011, dando prosseguimento aos outros dois planos, foi lançado o Plano Brasil Maior. Com medidas de estímulo ao investimento e à inovação, apoio ao comércio exterior e defesa da indústria e do mercado interno, o plano foi idealizado para o período de 2011 a 2014, visando aumentar a competitividade da indústria nacional.

Com a maior participação na composição do PIB, o setor de serviços envolve a venda de produtos e serviços (comércio, transportes - aéreo, ferroviário e rodoviário, serviços de informação, intermediação financeira e seguros, serviços imobiliários e aluguel, administração pública, serviços de educação e saúde pública) para empresas e população. Pela sua abrangência, é o setor de maior peso na participação do PIB, motivo que atrai a atenção dos investidores do Brasil e do mundo, além disso, é também o setor que mais gera postos de trabalho. De acordo com Silva et al. (2006, p.24), a polarização metropolitana das empresas de serviços ocorre em todos os estados e, mais especificamente, em suas respectivas capitais administrativas. Em 2005 o Governo Federal criou a Secretaria de Comércio e Serviços (SCS) como órgão específico e singular do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Compete a este órgão a formulação, coordenação, implementação e avaliação das políticas públicas e dos programas e ações para o desenvolvimento dos setores de comércio e de serviços; a análise e acompanhamento das tendências dos setores de comércio e serviços no País e no exterior; a formulação, implementação e divulgação de sistemáticas de coleta de informações sobre os setores; e a supervisão dos registros de comércio e atividades afins, em todo o território nacional. (MDIC, 2011)

Houve, nos últimos anos, um aumento do investimento estrangeiro direto (IDE) no Brasil, sendo realizado em sua grande maioria via participação no capital de empresas. É o setor de serviços que mais se beneficia com estes investimentos, destacando-se principalmente os serviços financeiros e seguros, com investimento de 35%, o comércio atacadista e varejista com 19%, eletricidade com 7% e tecnologia da informação com 6%. Os maiores investidores estrangeiros no Brasil são os Países Baixos, Estados Unidos, Espanha, Alemanha, França, Japão e Canadá.

O aumento do investimento estrangeiro na economia brasileira ocorreu principalmente a partir de 2005, sendo afetado pela crise financeira mundial (fuga de capitais - 2008), situação revertida já a partir do ano seguinte. Percebe-se também, conforme Figura 5, que a participação estrangeira no mercado acionário brasileiro é maior do que a própria participação brasileira. A preferência destes investidores pelo curto prazo pode ser atribuída à baixa previsibilidade de economia, após décadas de grande volatilidade e incertezas, o que reduz a atratividade de aplicações a longo prazo.

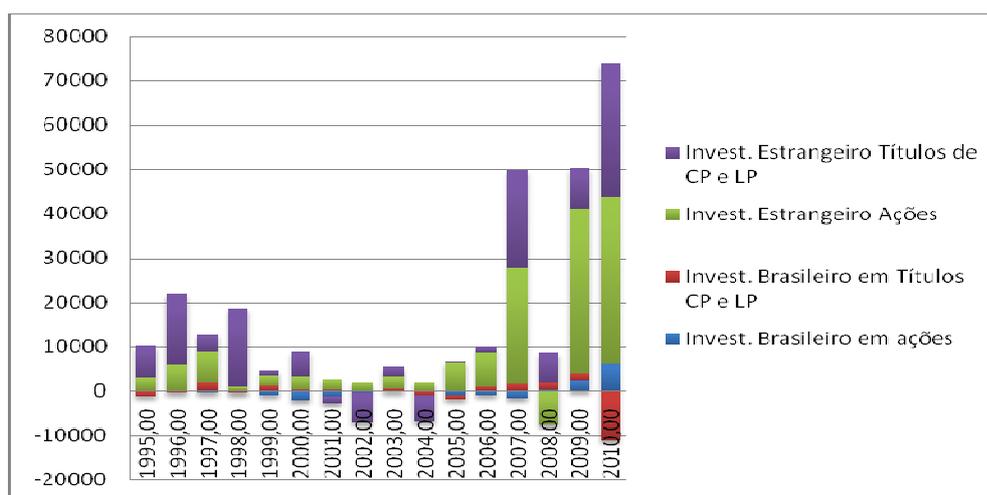
Tabela 1 - IED em milhões US\$

Atividade Econômica	2007	2008	2009
Agricultura, pecuária e extrativista mineral	4.982,07	12.995,57	4.474,27
Indústria	12.166,08	14.012,97	11.924,74
Serviços	16.556,44	16.877,75	14.044,96
Total	33.704,58	43.886,30	30.443,97

FONTE: Bacen (2011)

A abertura comercial, a integração financeira e a contenção da inflação foram alguns dos fatores macroeconômicos que marcaram a retomada do crescimento econômico a parte da década de 1990. Essas mudanças influenciaram no planejamento e posicionamento das empresas nacionais, sendo que essa nova realidade econômica do país estimulou o desempenho exportador brasileiro.

Figura 6 - Investimento brasileiro e estrangeiro em ações e títulos de curto e longo prazo



FONTE: Bacen (2011)

A conta de transações correntes, constituída pela balança comercial, serviços e rendas e transferências unilaterais, vem apresentando um déficit crescente. Este déficit é basicamente influenciado pela balança de serviços e rendas (transportes, viagens internacionais, aluguel de equipamentos, remessa de lucros e dividendos, pagamento de juros e salários, etc.), a qual teve um aumento negativo de US\$ 14.968 milhões entre 2010 e 2011. É a partir de 2001 que a balança comercial volta a crescer. Entre os anos 2001 e 2011 as exportações aumentaram 439% e as importações 407%. Apresentando uma evolução constante, ambos os fatores impactantes na balança comercial tiveram uma queda em 2009, fato que pode ser atribuído à crise financeira mundial. As transferências unilaterais correntes registraram um aumento líquido de US\$ 28 milhões. Todavia, apesar do déficit das transações correntes de 2011 ser

histórico, a conta capital e financeira financiou a balança de pagamentos brasileira, com um aumento de US\$ 12.152 de 2010 para 2011.

Ocupando atualmente a quinta posição no *ranking* das maiores economias do mundo, o Brasil vem atraindo cada vez mais a atenção dos investidores. O momento favorável da economia, com a abundância de capital nos últimos anos, proporcionou um aumento do número de empresas que ingressaram na Bolsa. Este movimento é representado na Figura 1, que caracteriza a evolução das aberturas de capital na BM&FBOVESPA. Com o reaquecimento da economia, de 2003 a 2007 foram várias as empresas que financiaram recursos através do mercado acionário.

A crise econômica do *subprime*, 2008, atingiu as economias do mundo todo, ocasionando no Brasil uma diminuição do número de IPOs e um forte movimento de fuga de capitais, caracterizado pela diminuição do investimento em carteira. Em 2008 saíram do país US\$ 47.257 milhões aplicados apenas nesta modalidade de investimento. Munhoz e Libânio (2009) justificam afirmando que o comportamento da liquidez internacional determina o movimento dos fluxos internacionais de capitais. A volatilidade representa a instabilidade destes fluxos.

O IBOVESPA é o principal indicador de desempenho médio das cotações no mercado acionário brasileiro. O índice é composto pelas principais ações negociadas na BM&FBOVESPA em termos de número de negócios (80%) e do volume financeiro no mercado à vista. Além disso, é usado como *benchmark* servindo de referência para o mercado como um todo.

Assim como no início dos anos 2000 o índice voltou, no final de 2008, a apresentar retorno negativo no final da década. Após momentos de euforia entre os anos 2005 e meados de 2008, o índice recuou de 73.000 pontos para 29.000 no auge da crise do *subprime*. O momento de incerteza, principalmente na economia americana, derrubou a cotação nas principais bolsas de valores mundo afora. Para conter os efeitos na economia brasileira, o Governo apresentou uma série de medidas para impulsionar o consumo interno, como a redução do IPI da linha branca, alocação de recursos adicionais via BNDES e criação novas linhas de crédito, dentre outras. Após vários anos de crescimento, o PIB tem em uma variação negativa em 2009, variação está que é revertida já no ano seguinte. Em 2011, novamente influenciado pela liquidez internacional, o índice volta a ter retorno negativo.

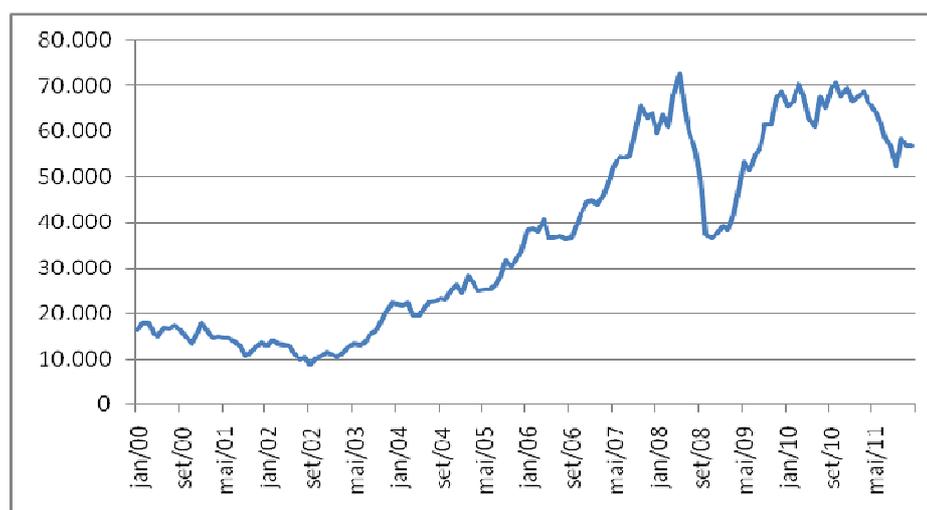
Tabela 2 - Balanço de pagamentos em U\$\$ milhões

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
RESULTADO DO BALANÇO	-2262	3307	302	8496	2244	4319	30569	87484	2969	46651	49101	58637
TRANSAÇÕES CORRENTES	-24225	-23215	-7637	4177	11679	13985	13643	1551	-28192	-24302	-47323	-52612
Balança comercial (FOB)	-698	2650	13121	24794	33641	44703	46457	40032	24836	25290	20147	29796
Exportação de bens	55086	58223	60362	73084	96475	118308	137807	160649	197942	152995	201915	256040
Importação de bens	-55783	-55572	-47240	-48290	-62835	-73606	-91351	-120617	-173107	-127705	-181768	-226243
Serviços e Rendas	-25048	-27503	-23148	-23483	-25198	-34276	-37120	-42510	-57252	-52930	-70257	-85225
Transferências unilaterais correntes	1521	1638	2390	2867	3236	3558	4306	4029	4224	3338	2788	2816
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	19326	27052	8004	5111	-7523	-9464	16299	89086	29352	71301	99716	111868
Conta Capital	273	-36	433	498	372	663	869	756	1055	1129	1119	1573
Conta Financeira	19053	27088	7571	4613	-7895	-10127	15430	88330	28297	70172	98597	110294
Investimento Direto	30498	24715	14108	9894	8339	12550	-9380	27518	24601	36033	36919	75957
Investimento em Carteira	6955	77	-5119	5308	-4750	4885	9081	48390	1133	50283	63011	25106
Derivativos (líquido)	-197	-471	-356	-151	-677	-40	41	-710	-312	156	-112	4
Outros Investimentos	-18202	2767	-1062	-10438	-10806	-27521	15688	13131	2875	-16300	-1221	9227
ERROS E OMISSÕES	2637	-531	-66	-793	-1912	-201	628	-3152	1809	-347	-3292	-619

FONTE: Bacen (2011)

O IBOVESPA é o principal indicador de desempenho médio das cotações no mercado acionário brasileiro. O índice é composto pelas principais ações negociadas na BM&FBOVESPA em termos de número de negócios (80%) e do volume financeiro no mercado à vista. Além disso, é usado como *benchmark* servindo de referência para o mercado como um todo.

Figura 7 - Evolução do IBOVESPA



FONTE: Bacen (2011)

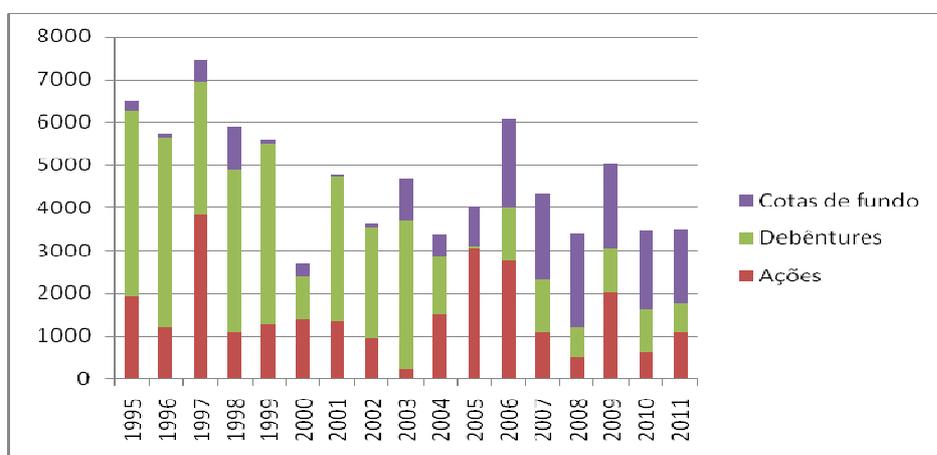
A partir de 2003 há uma diversificação no portfólio de investimentos: as cotas de fundos estão gradativamente ganhando espaço no mercado. Anteriormente, o volume aplicado em debêntures era expressivo em relação aos demais tipos de investimento. A migração de valores das debêntures está indo em direção às cotas de fundos. Percebe-se os efeitos das

crises nos volumes aplicados em ações: aumento de 2003 a 2006 e entre 2009 e 2011, com uma queda nos anos 2007 e 2008. Já os volumes aplicados em fundos de investimento não tiveram alteração significativa no período.

Ribeiro de Jesus (2004) analisa o processo de construção dos mecanismos de estímulo às práticas de governança corporativa adotados por investidores institucionais brasileiros, dando foco aos fundos de pensão. De acordo com o autor, estes fundos passaram a buscar padrões básicos de governança corporativa, como transparência, prestação de contas e equidade no tratamento entre acionistas, em seus investimentos.

O Brasil é considerado uma área de baixo risco de guerra, terrorismo e desastres naturais, além disso, é um país relativamente seguro e atraente para investimentos. A abundância de capital, a hospedagem da Copa de 2014, a camada de pré-sal, são reflexos positivos de uma economia em crescimento. É preciso, ainda, ressaltar a estabilidade macroeconômica, com destaque a moeda e a inflação. Desta forma, o país está hoje entre os melhores destinos de investimento no mundo.

Figura 8 - Evolução por tipo de investimento (u.m.c. mil)



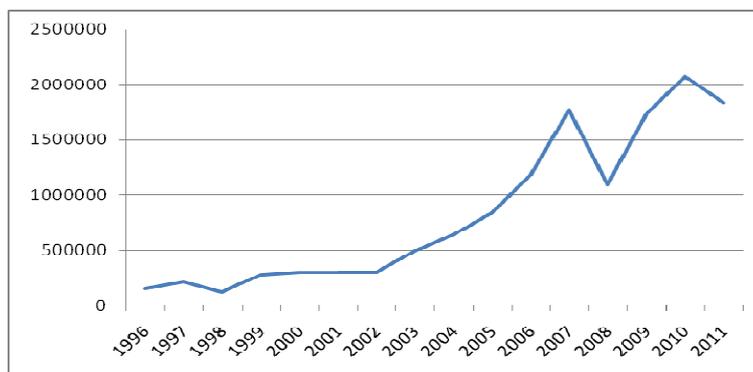
Fonte: Bacen (2011)

Villa (2009) por meio de uma pesquisa quantitativa, analisou a evolução do valor de mercado de companhias listadas na BM&FBOVESPA pertencentes ao Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os resultados sugerem um aumento no valor de mercado das companhias de 14,09% para empresas com Nível 1 de governança, 13,28% para Novo Mercado e 6,48% para aquelas com Nível 2. Sendo assim, o autor conclui que não são necessárias normas tão rígidas, mas um conjunto de boas práticas de GC juntamente com outras normas, princípios éticos e padrões rigorosos de contabilização pode elevar o valor de mercado das companhias.

Conforme a

Figura 9, é principalmente a partir de 2003 que o valor de mercado das companhias se eleva. Esse aumento de valor pode ser efeito do crescente número de aberturas de capital.

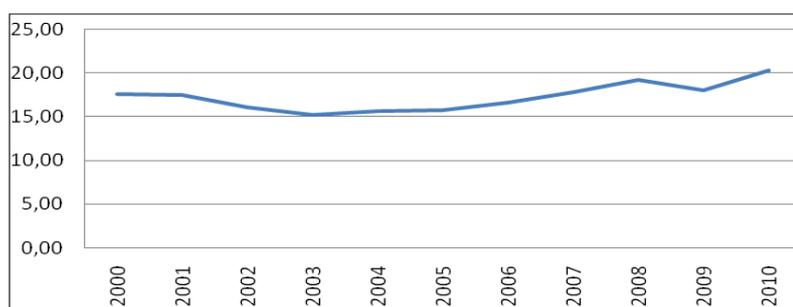
Figura 9 - Evolução do valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA (R\$ milhões)



FONTE: Bacen (2011)

A formação bruta de capital fixo (FKCF), que registra a ampliação da capacidade produtiva do país por meio de investimentos em ativos fixos (máquinas, equipamentos, veículos, construção e outros), teve queda de 2,39% entre 2000 e 2003, representando em valores um decréscimo de R\$ 33 milhões. Já no ano seguinte a economia voltou a expandir-se. Entre os anos 2003 e 2008, anos de crescimento econômico, os investimentos aumentaram em 4,05%. Marcado pela crise de 2009, a FBKF teve uma ligeira queda, recuperando o fôlego já em 2010. Durante os anos analisados, os investimentos em máquinas, equipamentos e veículos tiveram o maior crescimento. O aumento da FBKF demonstra uma maior confiança no futuro da economia.

Figura 10 - FBKF x PIB em %



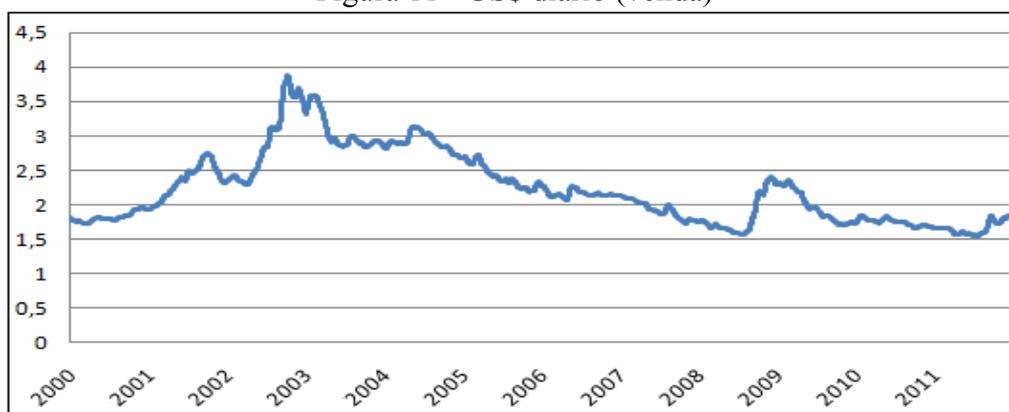
FONTE: IBGE

A taxa de câmbio é uma variável fundamental na competitividade dos países e consequentemente no seu desenvolvimento econômico. Bello (2009) afirma que sua cotação não é essencial [apenas] para importação, exportação e fluxo de capital externo, como é determinante nos níveis de investimento, poupança, inflação e crescimento econômico. Desta

forma, a taxa de câmbio reflete indiretamente na competitividade e viabilidade dos produtos transacionados internacionalmente, as oportunidades associadas ao investimento, aos fatores que impactam na geração de empregos e nível de renda da população.

Em 1994, juntamente com a implantação do Plano Real, o Banco Central aderiu ao regime de câmbio fixo, no qual inicialmente R\$ 1,00 valia US\$ 1,00. Neste caso, a taxa de câmbio estava valorizada, trazendo como consequência déficits constantes na balança comercial. Foram vários os meios que financiaram este déficit, destacando-se a entrada de capital especulativo, atraída pela elevação da taxa de juros. De acordo com o DIEESE (2006, p. 5), esses capitais, na medida em que financiavam o déficit externo, também promoviam um nível de reservas cambiais suficiente para sustentar a baixa cotação do dólar. Em 1999 o Brasil mudou o regime cambial de fixo para flutuante, no qual a cotação é determinada no mercado de divisas através de interação das forças de oferta e demanda, o que facilita o ajuste na balança de pagamentos a choques internos e externos. Este regime cambial sofreu vários movimentos adversos, como a crise argentina de 2001, o ataque terrorista de 11 de setembro, crise de confiança em 2002 e a crise financeira global de 2008. Nestes períodos, observa-se uma elevação considerável na taxa de câmbio. Já o período de 2003 e 2007 apresentou baixa volatilidade, em um cenário de diminuição da taxa cambial. Bello (2009, p.7) atribui a sobrevalorização da moeda nacional aos saldos comerciais crescentes, as altas taxas de juros e os preços atrativos das ações na Bolsa de Valores, que acabaram por atrair investimentos em carteira.

Figura 11 - US\$ diário (venda)

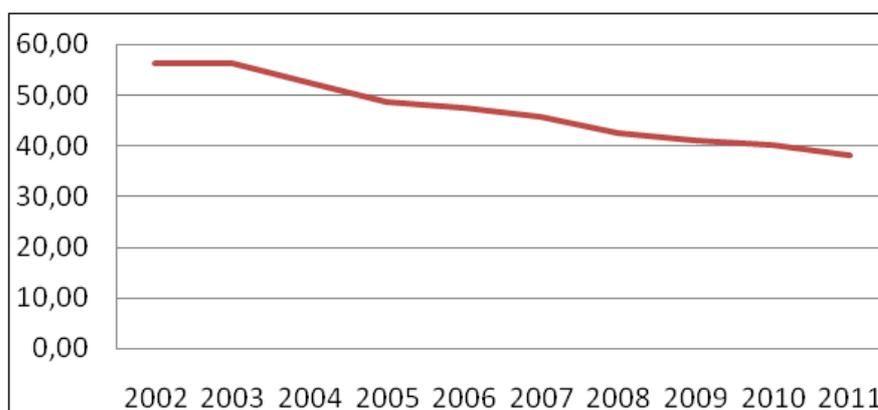


FONTE: Bacen (2011)

A dívida do setor público, influenciada pela dívida interna, teve aumento desde a implantação do Plano Real em 1994, quando correspondia a 24% do PIB, até 2003 - ano em que a dívida atingiu 56% do PIB brasileiro. De 2004 a 2007 a dívida interna continuou

aumentando, porém, em contrapartida, a dívida externa diminuiu, registrando um superávit a partir de 2007.

Figura 12 - Dívida líquida do Setor Público (% PIB)



FONTE: Bacen (2011)

As mudanças de cunho macroeconômico realizadas no Brasil principalmente após 1994, com a implantação do Plano Real e a contenção da inflação, transformaram o país em uma economia sólida e estável. A crise econômica do *subprime*, que abalou fortemente as economias desenvolvidas, não teve grande repercussão no Brasil. A demanda interna, que seguiu a economia, foi fortemente influenciada neste período.

O mercado de capitais brasileiro teve um crescimento acentuado principalmente a partir de 2003, com o aumento do número de IPOs, destacando-se 2007, com 59 aberturas de capital. Cada vez mais as companhias recorrem ao mercado de capitais para a captação de valores, destarte, observa-se um notável aumento do valor das companhias abertas neste período.

Visando maior confiabilidade e atratividade na conquista de novos investidores, foram várias as iniciativas adotadas para o aperfeiçoamento das regras de governança corporativa. A adoção voluntária aos níveis diferenciados prova que as companhias brasileiras estão realmente interessadas nas práticas de governança corporativa. Diante disso, a listagem nos níveis diferenciados passou, de certa forma, a ser uma exigência dos próprios investidores.

A maior parte dos IPOs nos recentes anos é feita por companhias cujas ações estão listadas em um dos níveis diferenciados de governança corporativa. Desta forma, o acionista conta com garantias e salvaguardas institucionais de que não serão expropriados de seus investimentos.

Sendo assim, resta saber qual o valor econômico adicionado nas ações das empresas abertas que aderem aos NDGC.

5 A GOVERNANÇA CORPORATIVA AGREGA VALOR? UM TESTE PARA O MERCADO DE AÇÕES

A questão de a governança corporativa ser um fator que agrega valor para as empresas pode ser respondida de muitas formas. O conceito de valor, por ser fluído, abrange diversos conceitos e percepções. Certamente os esforços das empresas para aderir aos níveis diferenciados de governança corporativa resultam em uma percepção diferenciada para clientes, fornecedores, acionistas e demais *stakeholders*. Porém, salvo entrevistas como Costa (2008), é difícil responder objetivamente se a governança realmente agrega valor econômico, sendo mais difícil responder quanto é esse valor agregado.

Com a introdução das sociedades anônimas, contudo, é possível medir qualquer alteração de administração ou de estratégia das empresas através de seu valor de mercado ou valor em bolsa. Cenário macroeconômico, mudanças na diretoria, lançamentos de produtos, projetos de expansão, causas judiciais e outros eventos sempre tendem a influenciar o valor da ação da empresa. Um caso emblemático é a divulgação de projetos do Programa Petrobras Ambiental ocorrida em 26/10/2010. No dia da divulgação, as ações da empresa (PETRO4) subiram 5,21%. Outro exemplo que cabe ser citado refere-se aos desastres ocorridos em 2011 no Japão, os quais ocasionaram uma queda nas bolsas mundiais. Em meio ao caos do tsunami e terremotos, foi anunciada a aprovação de um pacote bilionário de ajuda ao país. Imediatamente as ações retomaram às altas.

Desse modo, o mercado acionário passa a ser o candidato natural a um exame dos efeitos da adesão da governança corporativa nestas empresas e suas consequências. A hipótese original desse trabalho é que a governança corporativa possa agregar valor para as empresas e estabelecer um interesse adicional de captação de recursos, clientes e fornecedores. A verificação favorável dessa hipótese permitirá também dimensionar o quanto é agregado de valor. Caso a hipótese não se verifique, ainda assim, não seria possível estabelecer uma negativa, pois a percepção positiva dos *stakeholders* acerca da adoção de novos critérios de governança poderia não ter sido transmitida adequadamente ao mercado de ações, uma vez que outros fatores como condições de mercado, concorrência, etc. podem estabelecer uma força dominante. Ou seja, o valor de uma empresa não estaria apenas determinado pelo mercado acionário. De qualquer forma, a questão central deste trabalho é verificar se a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa expande o valor de mercado destas corporações.

Os mercados de ações, mercado futuros e mercados de *commodities* têm sido instrumentos sob os quais se avalia o poder da transmissão de eventos sobre os títulos. A eficiência dos mercados em absorver tais informações é estudada a partir da utilização de diversas metodologias de séries temporais. Uma das técnicas empregadas é a de avaliação de co-integração de séries, demonstrando se dois ou mais títulos com características semelhantes comportam-se de maneira semelhante. Contudo, como demonstram McNew e Fackler (1997) o fato de existir uma co-integração não necessariamente implica que dois ou mais títulos sejam eficientes em absorver informações. Ou seja, a simples ocorrência de co-integração não provaria a transmissão de informações ao longo de títulos assemelhados. Embora utilizem uma simulação de Monte-Carlo ao invés de dados de mercados reais, os autores conseguem comprovar a validade teórica da limitação deste tipo de conclusão via análise de co-integração.

Outra maneira de tratar o problema de transmissão de informações para o mercado é dada por um controle do tipo “antes e depois”. Normalmente, a introdução de uma *dummy* (variável binária) representando a ocorrência ou o exame dos resíduos por período poderia produzir informação consistente sobre uma modificação estrutural. A análise dos retornos anormais, portanto, é uma ferramenta em largo uso. Camargos e Barbosa (2003, a)(2003, b) estudam retornos anormais avaliando a eficiência informacional, ou seja a transmissão para o mercado da divulgação de eventos para o funcionamento das firmas.

Aplicando a metodologia de Camargos e Barbosa (2006) para avaliação da divulgação de resultados patrimoniais sobre o valor da ação, Takamatsu et al. (2008) estudam as empresas do índice IBOVESPA. Constatam, então, que o anúncio de prejuízos causa nos pregões subsequentes ao anúncio uma perda relevante de valor que, no entanto, desaparece no longo prazo, caracterizando uma informação semi-forte nos termos de Fama (1970, 1990).

Para analisar as possíveis ocorrências de *insider trading*, Rochman e Eid Júnior (2007) dedicam-se ao mercado brasileiro. Em sua amostra, contudo, estão contidas exclusivamente empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, o que seria um empecilho para tais ocorrências. Foram também efetuadas análises nas duas pontas de negociação (compra e venda), além de se considerar os dois tipos de ações (preferenciais e ordinárias). De fato, encontram retornos anormais nas datas próximas aos eventos relacionados à administração e resultados das firmas, comparados a *benchmarks* tradicionais como o IBOVESPA ou o IBRX-100. Metodologicamente, porém, mais uma vez verifica-se a aplicação do método de retornos anormais e análise desses resíduos, para a ocorrência de padrões diferenciados.

Camargos e Barbosa (2007) aplicam a abordagem para fusões e aquisições no mercado brasileiro entre 1994 e 2001. Os autores, a partir de uma amostra de 36 eventos, concluem que não houve diferenciação nos retornos anormais antes e depois ao anúncio da incorporação, seja para maior ou menor preço.

Investigando o anúncio de eventos ambientais, Nogueira e Angotti (2011) utilizam-se de metodologia semelhante, ou seja, tratamento diferenciado dos resíduos ou retornos anormais. Embora constata a reação negativa do mercado ao anúncio de responsabilidades ambientais, a amostra do estudo é restrita a um setor sensível em tragédias ambientais, o petrolífero, e ainda assim a apenas quatro títulos referentes às maiores empresas¹⁴ em um período compreendido entre 2000 e 2010.

Outro trabalho que investiga eventos negativos é o de Silveira e Dias Júnior (2010) que constatam que anúncios de fricções na administração das empresas com governança contribuem para reduzir o valor de mercado, via preço das ações. Entretanto, deve-se chamar atenção que este é um estudo que investiga o efeito de uma frustração com as práticas de governança do que propriamente o mérito da governança. Ademais, em grande parte dos casos analisados encontravam-se problemas relacionados às decisões que são questionadas, mais do que sobre eventos consumados. De modo que parte da desvalorização poderia ser atribuída não ao evento, mas à incerteza transmitida ao mercado.

Para o atentado das torres gêmeas em setembro de 2001 e seus efeitos sobre o valor das ações do setor aéreo, Santos et al. (2008) também se utilizam da técnica de estudo de evento avaliando os retornos diferenciados nos períodos anterior e posterior ao evento. Há que se notar que neste estudo também encontramos uma limitada amostra de papéis, apenas onze, classificadas em empresas de baixo e alto valor. Os autores também corroboram a idéia de que um evento negativo tende mais a afetar o valor da ação do que um evento positivo, a não ser no caso de um IPO.

Macedo et al. (2006) analisam o caso das migrações de governança corporativa, em problema assemelhado ao realizado nesta dissertação. Mais uma vez, utilizando-se da técnica de retornos diferenciados e apenas analisando-se a migração para o primeiro nível, não se constata retorno anormal diferenciado, tampouco risco diferenciado, antes ou após a introdução da governança corporativa, em vinte e cinco ações, muitas delas entre as mais negociadas do índice IBOVESPA. Contudo, os autores levantam a possibilidade do período

¹⁴ No caso Petrobrás, Shell, British Petroleum e Chevron.

pós-governança ser extremamente curto, 24 meses, para os padrões de uma análise de governança corporativa.

Ainda assim, Carvalho e Pennacchi (2005) constataam um resultado positivo para ações apenas nos dois dias posteriores à adesão em comparação aos dois dias anteriores. No que é um resultado de curto prazo, porém, os autores concluem que ao alterar significativamente o volume negociado, a adesão à governança corporativa melhora o fluxo informacional para o mercado, resultando em uma maior eficiência.

Contudo, em todos esses estudos percebe-se uma ausência emblemática: a análise de variância na própria regressão. Ou, ainda que os retornos possuam estacionariedade, ou seja, não apresentam raiz unitária, há que se considerar, sobretudo em períodos de tempo longos, a volatilidade ou os diferentes padrões diferenciados de volatilidade dos retornos financeiros. Ao não se considerar este aspecto, viola-se uma das hipóteses mais importantes do modelo de regressão: a homocedasticidade (Stock e Watson, 2004). A solução encontrada para se considerar a heterocedasticidade dos dados financeiros foi a adoção dos modelos autoregressivos de heterocedasticidade condicionada - ARCH e – autorregressivos generalizados de heterocedasticidade condicionada - GARCH e suas extensões, discutidas a seguir.

5.1 OS MODELOS ARCH/GARCH

A principal razão para a adoção dos modelos ARCH encontra-se em fatos estilizados sobre o movimento de uma série. Enders (1995) lista-os: (1) as séries possuem tendência constante, ou seja uma raiz unitária; (2) apesar de momentos de valorização sucessiva e momentos de desvalorização sucessiva as séries apresentam uma tendência à reversão para uma média histórica; (3) qualquer ocorrência que perturbe a série tende a demonstrar uma persistência geralmente alta, ou seja a volatilidade gerada por um evento tende a se manter por longo período; (4) a volatilidade da série não é constante ao longo do tempo, criando espaço para a verificação de heterocedasticidade; (5) algumas séries apresentam comovimentos com outras séries.

A heterocedasticidade, em especial, rompe com os princípios da regressão tradicional, pois verificada sua existência não é possível mais garantir que os estimadores serão não viesados afetando, sobretudo, a significância dos parâmetros e as conclusões que se seguem. Em outras palavras, os resíduos devem ser variáveis aleatórias independentes com média zero e variância constante (Hoffmann, 1977).

Entretanto, Engle (1982) demonstra a possibilidade de se considerar simultaneamente no modelo tanto a média quanto a variância da série, corrigindo assim os problemas decorrentes da variância irregular ao longo da série. Inicialmente, a proposta era de se utilizar a variância aditiva dos resíduos e, atualmente, a estratégia multiplicativa se mostra mais rica em que a dependência dos resíduos entre si condiciona a observação. Segundo Enders (1995), a idéia é que o modelo ARCH possa capturar períodos de tranquilidade e volatilidade presentes nas séries em análise.

Considerando-se o processo de geração de previsões acerca da série e o comportamento dos resíduos, tem-se que:

$$E_{t-1}y_t = a_0 + a_1y_{t-1} \quad (1)$$

Onde E_{t-1} é a esperança de Y_t no período $t-1$;

$$\text{Var}(y_t/y_{t-1}, y_{t-2}, y_{t-3}, \dots) = E_{t-1}(y_t - a_0 - a_1y_{t-1})^2 = E_{t-1}(\varepsilon_t)^2 = \alpha_0 + \alpha_1(\varepsilon_{t-1})^2 \quad (2)$$

E – resíduo da regressão;

$$Y_t = \frac{a_0}{(1-\alpha_1)} + \sum_{i=0}^{\phi} \alpha_1^i \varepsilon_{t-i} \quad (3)$$

$$\text{Var}(y_t) = \sum_{i=0}^{\phi} \alpha_1^{2i} \text{var}(\varepsilon_{t-i}) \quad (4)$$

$$\text{Var}(Y_t) = \left[\frac{\alpha_0}{1-\alpha_1} \right] \left[\frac{1}{(1-\alpha_1^2)} \right] \quad (5)$$

Um processo ARCH (q), ou seja ARCH com q defasagens, resulta assim numa estrutura de erros da forma:

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{\alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2} \quad (6)$$

De modo que os choques considerados no processo ARCH transmitem-se de ε_{t-i} até ε_{t-q} sobre ε_t .

Adiante, Bollerslev (1986) acrescenta uma técnica que disponibiliza a variância condicional em um processo autoregressivo de média móvel - ARMA¹⁵. A forma genérica de um processo GARCH (p, q) ou um generalizado ARCH (p, q) é dada por:

$$E_{t-1}\varepsilon_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i} \quad (8)$$

Onde,

¹⁵ Para detalhes sobre o processo ARMA consultar Stock e Watson (2004), Enders (1995) e Hamilton (1994).

h_t corresponde a variância condicional de ε_t

Assim, a variância condicional de ε_t é dada por:

$$E\varepsilon_t = E\varepsilon_t \sqrt{h_t} \quad (9)$$

Engle (2001) destaca a repercussão dos modelos na aplicação para séries e análises financeiras. Sobretudo, enfatiza que muitas especificações concentram-se no estudo da média dos retornos, ao passo que antes da utilização dos modelos ARCH nenhuma metodologia apontava soluções para a variância dos retornos. Desse modo, são modelos indicados especialmente para aplicação no mercado financeiro, já que não apenas o retorno da ação importa, mas a variância também.

Lamoureux e Lastrapes (1990) observam que grande parte dos efeitos captados nos modelos GARCH são, em essência, similares aos efeitos da inclusão do volume negociado para um título. Assim, ao se incluir o volume negociado na equação de variância grande parte dos efeitos captados pelos modelos GARCH desaparecem. Em outras palavras, os choques a partir de informações que chegam ao mercado não apenas podem ser captados pelos modelos GARCH, mas também ao se considerar o volume de negociação. Gallant et al. (1992) confirmam a relação positiva e significativa entre volume e volatilidade para uma série de preços entre 1928 até 1987 na bolsa de Nova York. Tais evidências, entretanto, não se limitam apenas ao mercado à vista, mas também ao mercado de futuros, como demonstra Foster (1995) e para o mercado de câmbio, como demonstrado em Hartmann (1999).

Portanto, a partir do problema da introdução da governança corporativa pretende-se avaliar a ocorrência de agregação de valor nas ações das empresas brasileiras. No entanto, serão consideradas nesse exercício as propriedades dos modelos ARCH e GARCH como fundamentais à análise do fenômeno.

5.2 ESPECIFICAÇÃO, AMOSTRA, RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES

Para a realização do teste no mercado brasileiro foram consideradas como candidatas as ações de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa¹⁶.

¹⁶ Uma lista dessas ações encontra-se no anexo 1.

Todavia, um fenômeno que perpassou os dados desses títulos é o fato de que muitos IPO's já eram acompanhados de um nível de governança corporativa estabelecido.

Assim, optou-se por considerar apenas aqueles papéis que migraram de nível de governança corporativa dentro do mercado. Desse modo, considerando-se as datas contidas entre 13 de novembro de 2000 e 11 de novembro de 2011, temos como amostra 42 ações. O teste foi realizado considerando-se o retorno das ações nos dias em que há negociação dos papéis. Os dados para essa pesquisa foram obtidos junto à CMA Consultoria. O Quadro 1 ilustra as ações que compõe a amostra desse exercício.

Quadro 8- Amostra de Ações Estudadas

Ação (código)	Ação (código)	Ação (código)	Ação (código)	Ação (código)
Anhanguera Educacional (AEDU)	América Latina Logística (ALLL)	Alpagartas (ALPA)	Banco do Brasil (BBAS)	Braskem (BRKM)
B2W Varejo (BTOW)	CESP (CESP)	Celesc (CSLC)	Cemig (CMIG)	Confab (CNFB)
Cremer S.A (CREM)	Cyrela Royal (CYRE)	Drogasil (DROG)	Duratex (DTEX)	Eletrobrás (ELET)
Eletropaulo (ELPL)	Embraer (EMBR)	Equatorial Energia (EQTL)	Eternit (ETER)	Forjas Taurus (FJTA)
Metalúrgica Gerdau (GOAU)	Idéias Net (IDNT)	Inepar (INEP)	Itaúsa (ITSA)	Itaú banco (ITUB)
Klabin (KLBN)	Light (Ligt)	Mangels Industrial (MGEL)	Iochepe Maxion (MYPK)	Net Comunicações (NETC)
Pão de Açúcar (PCAR)	Paranapanema (PMAM)	Marcopolo (POMO)	Randon Participações (RAPT)	Indústrias Romi (ROMI)
Rossi Residencial (RSID)	Sabesp (SBSP)	São Carlos Empreendimentos e Participações (SCAR)	Saraiva Livraria (SLED)	Suzano Papel e Celulose (SUZB)
Tam Linhas Aéreas (TAMM)	Tereos Internacional (TERI)			

Fonte: Dados da Pesquisa

O *benchmark* escolhido foi o índice IBOVESPA, uma vez que este reflete um retorno perceptível de mercado, para além dos índices setoriais. Da mesma forma que as ações, foi considerado o período compreendido entre 13 de novembro de 2000 e 11 de novembro de 2011 para efeitos de estudo.

Para consideração dos retornos optou-se pela forma logarítmica, considerando os dias na amostra com negócios registrados. Assim, o retorno foi expresso por:

$$R_{TI} = \ln \frac{P_T}{P_{T-1}} \quad (10)$$

Onde, R_{TI} é o retorno da ação I no momento T;

P_T - é o preço da ação no momento T;

P_{T-1} - é o preço da ação no momento T-1.

De idêntica maneira o índice de mercado escolhido, o IBOVESPA, teve seus retornos logaritmizados:

$$R_{T\text{Ibov}} = \ln \frac{\text{Ibov}_T}{\text{Ibov}_{T-1}} \quad (10)$$

Onde, $R_{T\text{Ibov}}$ é o retorno do índice de mercado IBOVESPA no momento T;

Ibov_T - é o índice IBOVESPA em pontos no momento T;

Ibov_{T-1} - é o índice IBOVESPA em pontos no momento T-1.

O modelo proposto busca controlar eventos de mercado, como notícias, perspectivas econômicas, problemas operacionais e outras intervenções através da utilização do índice de mercado IBOVESPA. Ademais, ao contrário das metodologias citadas propõe que o controle do evento governança corporativa seja realizado através da inserção de uma dummy, cujo valor é zero para período anterior à adoção da governança corporativa e valor um para período posterior à adoção das práticas de governança. Desse modo, a regressão para análise ficaria:

$$R_{Tt} = \alpha + \beta R_{T\text{Ibov}} + \gamma \text{DummyGovernança} + \varepsilon \quad (11)$$

Aplicando-se o modelo GARCH, quanto à introdução da equação de variância, os erros passam a ser corrigidos, considerados dessa maneira, homocedásticos, ou seja, com média zero e variância constante, conforme as equações (12) e (13). Defasagens adicionais são testadas para as ações estudadas.

$$\varepsilon_t | (v_t, e_{t-1}, e_{t-2}, \dots) \sim N(0, h_t), \quad (12)$$

$$h_t = a_0 + a_1 e_{t-1} + a_2 h_{t-1} + a_3 v_t \quad (13)$$

Seguindo, porém, a advertência de Macedo et al. (2006) de que os resultados da adoção da governança corporativa podem manifestar-se em prazo superior a 24 meses, não será criada qualquer restrição relacionada ao prazo posterior à adoção, adotando-se a hipótese de que o benefício da adoção dessas práticas se estenda ao longo do tempo.

A Tabela 1 e a Tabela 2 resumem os resultados relativos ao exercício proposto na equação (11) para as ações da amostra, no período considerado. A Tabela 1 apresenta os resultados para o coeficiente da regressão principal, ao passo que a Tabela 2 apresenta os resultados para as equações de variância, equação (13).

Tabela 3 - Resultados para a amostra de companhias que adotaram governança corporativa

Ação	Observações	α	β	γ	R ² Ajustado
AEDU	1152	0,001248	0,459562*	-0,002952	0,133847
ALLL	1651	0,000276	0,867777*	-0,001943	0,344709
ALPA	2406	0,000455	0,004344*	0,001079	0,119015
BBAS	2721	0,042235*	0,959700*	-0,00148*	0,449803
BRKM	2724	-0,001197	0,860632*	0,001289	0,340387
BTOW	1639	0,001709	0,933211*	-0,00319*	0,397496
CESP	2581	-0,001103	0,596577*	0,002030*	0,177256
CLSC	2719	0,000397	0,611181*	-0,000321	0,266886
CMIG	2719	0,001198	0,196769*	-0,000191	0,035698
CNFB	2722	0,001911*	0,505546*	-0,001304	0,155393
CYRE	1556	0,018330*	1,253975*	-0,01821*	0,444638
DROG	1140	0,091208*	0,409247*	-0,09030*	0,08906
DTEX	2713	0,000503*	0,662086*	0,000186	0,274782
ELET	2722	-0,000239	0,860799*	-0,000125	0,321534
ELPL	2713	-0,00103	0,719280*	0,001476	0,280283
EMBR	2723	0,000666	0,587114*	-0,001007	0,228589
EQTL	1386	0,000046	0,385940*	0,0000767	0,154126
ETER	2684	-0,000063	0,386471*	0,000326	0,135127
FTJA	647	0,005011*	0,471692*	-0,008862	0,020828
GOAU	2722	0,001800*	1,043040*	-0,001585	0,531036
IDNT	2322	1,000110*	63,30928*	-0,001729	0,039091
INEP	2721	-0,00115*	0,751194*	-0,00074	0,143227
ITSA	2723	0,001297	0,891541*	-0,00072	0,533779
ITUB	2722	0,001709	0,750492*	-0,001369	0,264792
KLBN	2722	0,000437	0,826437*	-0,000179	0,261147
LIGT	2723	0,005480*	0,750886*	-0,00512*	0,193735
MGEL	2273	-0,000815	0,407935*	0,000832	0,044709
MYPK	1314	0,004502	0,695396*	-0,002638	0,084827
NETC	2728	-0,00389*	90,81181*	0,003424*	0,232645
PCAR	2720	-0,000203	0,594985*	0,000515	0,2585
PMAM	1587	-0,000124	0,655497*	-0,000694	0,103618
POMO	2682	0,001348	0,465977*	-0,000427	0,196446
RAPT	2638	-0,00003*	0,543790*	0,001037	0,16306
ROMI	1761	0,004985*	0,503198*	-0,00539*	0,106195
RSID	2070	0,399479*	116,1548*	-0,327198	0,186112
SBSP	2724	0,001023	81,61158*	-0,000889	0,3921
SCAR	2465	0,001257	0,406102*	-0,001383	0,020139
SLED	2274	0,000563	43,13226*	-0,000414	0,118665
SUZB	2675	0,001318	0,619417*	-0,001578	0,246796
TAMM	1668	0,002945	0,801902*	-0,002605	0,174565
TERI	1064	-0,000267	0,463596*	-0,001044	0,116372

Fonte: Resultados do modelo; Legenda: * indica significância a 5% de confiança

Tabela 3 – Resultados para a amostra de companhias – Equação de Variância (continua)

Ação	Observações	α	ARCH (1)	GARCH(1)	Teste ARCH LM¹⁷	P-valor
AEDU	1152	0,0000452*	0,116304*	0,830382*	3,295761	0,0697
ALLL	1651	0,0000363*	0,121618*	0,806776*	3,385846	0,0658
ALPA	2406	0,0000595*	0,036272*	0,952038*	1,610051	0,2044
BBAS	2721	0,0000053*	0,079820*	-0,04703*	4,921332	0,0266 ¹⁸
BRM	2724	0,0000331*	0,099647*	0,842204*	0,769656	0,3802
BTOW	1639	0,0000525*	0,114524*	0,807408*	0,778359	0,3774
CESP	2571	0,0000269*	0,112445*	0,863510*	3,410414	0,0648
CLSC	2719	0,0000013*	0,126928*	0,019703*	8,125669	0,0043 ¹⁹
CMIG	2719	0,0000010*	0,091979*	0,895444*	3,482434	0,0620
CNFB	2722	0,0000114*	0,056952*	0,923424*	1,952738	0,1622
CYRE	1556	0,0000062*	0,130709*	-0,10098*	4,304219	0,0381 ²⁰
DROG	1140	0,0000258*	0,091289*	0,872766*	3,561424	0,0593
DTEX	2713	0,0000341*	0,085719*	0,852069*	2,814920	0,0935
ELET	2722	0,0000069*	0,076153*	0,915082*	3,725581	0,0536
ELPL	2713	0,0000017*	0,309294*	1,108185*	5,263133	0,0217 ²¹
EMBR	2723	0,0000245*	0,069776*	0,882698*	2,578477	0,1084
EQTL	1386	0,0000281*	0,068030*	0,866021*	0,850250	0,3562
ETER	2684	0,0000271*	0,192496*	0,766916*	0,235014	0,6277
FTJA	647	0,0000433*	0,089113*	0,914949*	0,118401	0,7308
GOAU	2722	0,0000006*	0,089233*	1,308504*	6,423789	0,0113 ²²
IDNT	2322	0,0000178*	0,126645*	0,882399*	3,650443	0,0561
INEP	2721	0,0000750*	0,306834*	0,824699*	7,417071	0,0065 ²³
ITSA	2723	0,0000020*	0,044653*	0,947662*	0,501914	0,4787
ITUB	2722	0,0000044*	0,080087*	0,911398*	0,805546	0,369520
KLBN	2722	0,0000007*	0,167502*	1,551268*	4,772737	0,02899 ²⁴
LIGT	2723	0,000528*	0,677943*	0,062053*	0,010939	0,916671
MGEL	2273	0,0000004*	0,140717*	1,772512*	6,855060	0,00889 ²⁵

¹⁷ Teste indica a estatística F para uma defasagem adicional na especificação. Para o modelo padrão considerou-se uma especificação GARCH (1,1). Portanto, a estatística se refere a esta especificação.

¹⁸ Arch(2) = 0,086830*; Garch(2) = 0,862213*.

¹⁹ Arch(2) = 0,019703 ; Garch(2) = 0,540978* ; Arch(3) = -0,126106* ; Garch (3) = -0,342280*.

²⁰ Arch (2) = -0,100984*; Garch (2) = -0,262896*.

²¹ Arch (2) = -0,281589*; Garch (2) = -0,136864*.

²² Arch (2) = -0,074021* ; Garch (2) = -0,325818*.

²³ Arch (2) = -0,187087*; Garch (2) = 0,007824.

²⁴ Arch (2) = -0,153288*; Garch (2) = -0,566291*.

Tabela 3 – Resultados para a amostra de companhias – Equação de Variância
(conclusão)

Ação	Observações	α	ARCH (1)	GARCH (1)	Teste ARCH LM ²⁶	P-valor
MYPK	1314	0,0000031*	0,046129*	0,951898*	2,391218	0,122074
NETC	2728	0,0000008*	0,178648*	1,554947*	4,918609	0,02665 ²⁷
PCAR	2720	0,0000116*	0,045968*	0,924618*	1,578262	0,208976
PMAM	1587	0,0000192*	0,223020*	0,719067*	6,607981	0,01026 ²⁸
POMO	2682	0,0000573*	0,168070*	0,715005*	2,881608	0,089713
RAPT	2638	0,0000044*	0,171231*	1,088662*	14,15588	0,00017 ²⁹
ROMI	1761	0,0000241*	0,044384*	0,927324*	1,788799	0,181246
RSID	2070	0,018165*	0,129580*	1,462045*	6,786845	0,00924 ³⁰
SBSP	2724	0,000051*	0,081925*	0,793986*	0,723345	0,395124
SCAR	2465	0,000010*	0,204550*	0,785380*	3,985633	0,04600 ³¹
SLED	2274	0,0000009*	0,169881*	1,417573*	5,390032	0,02034 ³²
SUZB	2675	0,000006*	0,022722*	0,963020*	0,439577	0,507384
TAMM	1688	0,002945	0,801902*	-0,002605	0,072171	0,788235
TERI	1064	0,000007*	0,243737*	0,694358*	0,522044	0,470130

Fonte: Resultados do modelo; Legenda: * indica significância a 5% de confiança

Os resultados encontrados para a equação principal permitem examinar as principais evidências sobre o efeito da governança corporativa. Nela associou-se o retorno das ações a uma constante, ao índice IBOVESPA e a uma variável *dummy* que representa o momento antes e após a adoção da governança corporativa. Para as 41 ações analisadas pode-se constatar que apenas 14 delas apresentaram uma constante significativa, o que é coerente com uma análise em retornos, ou seja, não se espera um retorno mínimo para a maior parte dos papéis em sua comparação com o desempenho de mercado. Para a relação com o retorno do IBOVESPA, todas as ações demonstraram relação, embora em intensidades diferenciadas. Conforme esperado nenhuma ação mostrou relação negativa, acompanhando o desempenho

²⁵ Arch (2) = -0,137427*; Garch (2) = -0,776224*.

²⁶ Teste indica a estatística F para uma defasagem adicional na especificação. Para o modelo padrão considerou-se uma especificação GARCH (1,1). Portanto, a estatística se refere a esta especificação.

²⁷ Arch (2) = -0,167693*; Garch (2) = -0,566327*.

²⁸ Arch (2) = -0,164663*; Garch (2) = 0,210423*.

²⁹ Arch (2) = -0,137469*; Garch (2) = -0,130642.

³⁰ Arch (2) = -0,112806*; Garch (2) = -0,480022*.

³¹ Arch (2) = -0,049578 ; Garch (2) = 0,028376; Arch (3) = -0,088613* ; Garch (3) = 0,115566.

³² Arch (2) = -0,161672*; Garch (2) = -0,427480*.

do mercado em grande parte do período. Finalmente, para a *dummy* de governança os resultados demonstram que a maior parte das ações não foram afetadas por essa variável, ou seja, a governança não transformou fundamentalmente o padrão de retornos das empresas no mercado à vista. As oito ações que demonstram mudança de padrão de retornos a partir da adoção da governança corporativa quase sempre registraram perdas de retorno, sendo que as duas únicas empresas que registraram padrões de retorno positivos a partir da adoção dos procedimentos de governança foram a Net Comunicações (NETC) e a Companhia Energética do Estado de São Paulo (CESP). O resultado, portanto, sugere para a amostra selecionada que a adoção de práticas de governança corporativa não seria expressiva em agregar valor acionário à empresa.

Um caso especial relaciona-se à empresa Cremer S.A., fornecedora de equipamentos médicos e cirúrgicos, pois seu ajuste ao modelo ficou prejudicado em função do fato de que antes da adoção da governança registrava baixo volume de negociação e com a migração de nível, realizada em 30 de abril de 2007, subitamente houve um acréscimo expressivo na negociação das ações. Porém, a data marcou o relançamento da abertura de capital da empresa, pois em 28 de abril de 2004 a empresa fechou seu capital, provocando interrupção na série histórica. Além disso, a reabertura de capital ocorreu a um nível de preço bastante diferenciado. Desse modo, o ajuste econométrico foi prejudicado, uma vez que não houve um padrão coerente nas negociações anteriores à adoção da governança corporativa e de seu novo IPO.

Os resultados para a Tabela 2 demonstram que todas as ações estudadas registraram um padrão que validou a utilização do modelo GARCH. Em alguns casos, foram estabelecidas defasagens adicionais a partir do teste ARCH LM. Pelos parâmetros é possível constatar que repercussões de choques no valor das ações selecionadas tende a repercutir por longos períodos como se pode constatar a partir da soma dos coeficientes dos itens de resíduo (ARCH) e variância (GARCH).

Os resultados encontrados, ainda que se explore uma metodologia diferenciada e que se mostra mais adequada no tratamento de séries financeiras, comprova a grande parte dos estudos de governança citados nesse capítulo, que identificam problemas em se transferir o suposto valor dessas práticas ao valor acionário da empresa.

Apesar dos resultados confirmarem as percepções de Macedo et al. (2006) sobre a neutralidade da governança corporativa para o valor das ações, é interessante confrontar o desempenho do índice de ações de empresas em governança corporativa – IGC com o desempenho do IBOVESPA. Costa (2008) realiza uma comparação entre os dois índices

durante os anos 2000 e conclui pelo melhor desempenho do primeiro, sugerindo assim que a governança corporativa é uma boa estratégia para agregar valor à empresa. A próxima seção tenta, a despeito dos resultados obtidos até aqui, examinar em detalhe tal comparação.

5.3 O IGC E O IBOVESPA: QUEM DESEMPENHA MELHOR?

O mercado de ações cria referências de desempenho, denominados *benchmark*, para que seja possível aos analistas e investidores a confecção de estratégias e decisões visando um rendimento superior de uma carteira voltada para renda variável. Desse modo, a criação de um índice de referência de todo o mercado serve, por exemplo, para que se possa intuir sua direção geral, mas também permite a estruturação de produtos financeiros destinados ao público e investidores, com rendimentos particularizados e, talvez, mais atrativos dentro da relação risco e retorno. Nesse contexto encaixam-se os índices mais populares como o IBOVESPA para a bolsa de São Paulo, o Dow Jones para a bolsa de Nova York, o S&P 500 para a mesma bolsa de Nova York, mas com composição amostral maior em relação ao Dow Jones, o DAX para a bolsa de Frankfurt, etc.

De maneira análoga, também são criados índices setoriais, com as principais empresas de cada setor econômico, refletindo perspectivas e problemas setoriais que são particulares às atividades e não atingem a economia como um conjunto. Especialmente, setores como energia elétrica, varejo, financeiro, dentre outros possuem índices particulares. O mesmo ocorre com a governança corporativa, de um modo característico.

O Índice de Governança Corporativa Diferenciada – IGC, calculado em tempo real pela BOVESPA, mede o desempenho de uma carteira teórica composta por todas as ações de empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 ou 2 de governança corporativa.

São incluídas no índice as ações de novas empresas (após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação) e ações de empresas já negociadas na BOVESPA que apenas migraram para os NDGC (após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no NM, Nível 1 ou Nível 2).

As ações que compõem o índice são avaliadas periodicamente, podendo ser excluídas da carteira pelo baixo nível de liquidez, problemas como recuperação judicial, falência ou situação especial, e retirada de parcela significativa de ações do mercado. A carteira teórica do IGC é reavaliada a cada quadrimestre, analisando o limite máximo de participação das empresas no índice. As ações constituintes do IGC são ponderadas pela multiplicação de seu

valor de mercado por um fator de governança, sendo este fator 2 para papéis do Novo Mercado; 1,5 para papéis do Nível 2 e 1 para papéis do Nível 1. A participação isolada de cada empresa não poderá ser superior à 20%. Caso contrário, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

O peso específico de cada ação no índice, em função da evolução dos preços de cada papel ou até pela distribuição de proventos, altera-se constantemente. Quando há distribuição de proventos por empresas com papéis pertencentes ao índice, serão feitos ajustes no índice, para que este reflita também o impacto da distribuição dos proventos e não somente as variações das cotações da ação. Desta forma, o IGC avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira, sendo calculado da seguinte forma:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}}$$

Onde:

IGC (t) = valor do índice no dia t;

IGC (t-1)* = valor do índice no dia t-1;

Q_{i,t-1} = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1;

P_{i,t} = preço da ação i no fechamento do dia t;

P_{i,t-1} = preço de fechamento da ação i no dia t-1.

Quando há a suspensão dos negócios de determinado papel, o índice fará uso do último negócio registrado em bolsa até a normalização das negociações da referida ação. Nos casos de não liberação para negociação por 50 dias contando desde a data de suspensão, caso de ausência de perspectiva de reabertura de negócios ou ainda em caso de reavaliação periódica da carteira, a ação será excluída do índice. Sendo assim, forma, novos ajustes ao índice serão feitos.

Além dos ajustes efetuados nos casos acima citados, o índice sofrerá alteração nos casos de cisão de empresas, ofertas públicas de aquisição de ações e incorporações.

Como o índice IGC foi implementado a partir de 26 de junho de 2001, a análise presente se dará a partir deste pregão e, tal como no exercício da seção anterior será limitada à sexta-feira, 11 de novembro de 2011. O que se pretende é tão somente comparar a rentabilidade dos dois índices e inferir a diferenciação de rendimentos entre eles. Concluir-se-

á pela inserção de valor via adoção de governança corporativa se o IGC apresentar desempenho superior ao IBOVESPA, o principal *benchmarking* do mercado acionário brasileiro.

Costa (2008) ao realizar análise assemelhada trabalhou com números índices e, dessa forma, ignorou variações a períodos constantes, até janeiro de 2008, concluindo tão somente que o IGC apresentou desempenho superior ao IBOVESPA apenas porque em comparação a 26 de junho de 2001 apresentava valorização superior ao IBOVESPA. Como será demonstrada a seguir, essa afirmação necessita ser mais bem particularizada. Assim, opta-se na presente dissertação por uma comparação em períodos e analisa-se, sobretudo, a evolução por intervalos.

Tabela 4 - Comparação dos Retornos do IGC e do IBOVESPA

Período	IGC – Variação do índice	IBOVESPA – Variação do índice	Diferença IGC - IBOVESPA ³³
2º Semestre 2001	-0,62%	-6,75%	6,57%
1º Semestre 2002	-2,65%	-17,95%	18,65%
2º Semestre 2002	+4,33%	+1,16%	3,13%
1º Semestre 2003	+12,93%	+15,12%	-1,90%
2º Semestre 2003	+59,12%	+71,41%	-7,17%
1º Semestre 2004	-3,64%	-4,89%	1,31%
2º Semestre 2004	+43,24%	+23,91%	15,60%
1º Semestre 2005	-1,56%	-4,44%	3,01%
2º Semestre 2005	+45,92%	+33,55%	9,26%
1º Semestre 2006	+11,52%	+9,49%	1,85%
2º Semestre 2006	+26,69%	+21,41%	4,35%
1º Semestre 2007	+22,69%	+22,30%	0,32%
2º Semestre 2007	+4,76%	+17,45%	-10,80%
1º Semestre 2008	-6,40%	+1,77%	-8,03%
2º Semestre 2008	-41,91%	-42,25%	0,59%
1º Semestre 2009	+33,74%	+37,06%	-2,42%
2º Semestre 2009	+37,11%	+33,27%	2,88%
1º Semestre 2010	-7,31%	-11,15%	4,32%
2º Semestre 2010	+21,42%	+13,73%	6,76%
1º Semestre 2011	-7,08%	-9,96%	3,20%
2º Semestre 2011 ³⁴	-5,62%	-6,18%	0,60%
Acumulado	557,67%	302,13%	63,54%

³³ Aplica-se a razão $(1+(\text{Variação do IGCX}/100))$ por $(1+(\text{Variação do IBOVESPA}/100))$ e posteriormente transforma-se o resultado em porcentagem.

³⁴ Até 11 de novembro de 2011, sexta-feira.

Fonte: Elaboração Própria a partir de CMA consultoria

Percebe-se que após a disseminação e IPO's dentro dos níveis de governança corporativa, no ano de 2007, o desempenho do IGC sofre uma perda temporária de desempenho. Entretanto, o que é mais importante é que de fato há uma sugestão de que o índice de governança corporativa tem um desempenho superior ao principal índice de mercado, o IBOVESPA. Isto pode ser resultado da menor diversificação deste último em comparação ao primeiro. Mas, sendo o IBOVESPA referência para investidores o fato é que o índice de governança demonstra desempenho superior ao longo dos semestres desde sua criação. Em 21 semestres, apenas 5 mostraram resultado desfavorável ao IGC.

Mas, se na seção anterior a sugestão era de que a governança corporativa não agregava valor, como explicar esse último resultado? A diferença entre as duas análises está no desempenho das companhias que lançaram IPO's dentro dos níveis de governança previstos pelo mercado acionário. São estas firmas, para a qual não se pode realizar uma análise contra-factual que explicam o desempenho superior do índice de governança.

Tais empresas, contudo, tem um desempenho superior não apenas porque possuem níveis de governança, mas também porque se situam em setores rentáveis, com demanda crescente, beneficiadas pelo período de crescimento econômico brasileiro a partir de 2004, liquidez nos mercados emergentes e reformas na legislação das sociedades anônimas. Esses são motivos apontados por Aldrighi et al. (2010) para o *boom* de aberturas de capital no período e certamente colaboram para o bom desempenho do índice de governança corporativa.

A análise da governança corporativa, nesta dissertação, possui dois momentos: primeiramente foi verificado o efeito da migração aos NDGC no que tange à geração de valor econômico e após é feita uma análise de desempenho do IGC em relação ao IBOVESPA, principal índice de mercado.

A amostra desta pesquisa constituiu-se de 41 empresas no período compreendido entre 13 de novembro de 2000 e 11 de novembro de 2011. A fim de verificar os efeitos da migração aos NDGC, foram observados os retornos anteriores e posteriores à migração. A partir das análises citadas ao longo deste capítulo, pode-se concluir que a migração para os NDGC não influenciou fundamentalmente no padrão de retornos destas empresas. Todavia, das oito ações que demonstraram mudança de padrão de retornos a partir da adoção da governança, seis registraram perda de retorno, sendo que as duas únicas empresas que registraram padrões de

retorno positivos foram a Net Comunicações (NETC) e a Companhia energética do Estado de São Paulo (CESP).

Entretanto, é necessário ressaltar os recentes IPOs com empresas já aderindo aos NDGC desde a primeira negociação, o que pode ser atribuído à crescente preocupação das empresas em relação à transparência e gestão. Além disso, cada vez mais os acionistas, tanto nacionais como estrangeiros, buscam garantias e salvaguardas institucionais de que não serão expropriados de seus investimentos.

A migração aos NDGC não influenciou no padrão de retorno das empresas, porém, é necessário destacar, que o IGC possui retorno superior ao IBOVESPA, principal índice do mercado. A comparação entre os índices, o segundo momento desta pesquisa, mostra claramente este desempenho superior. Para fins de análise, foram verificados os períodos e, sobretudo, os intervalos desde a criação do IGC, constatando um resultado desfavorável em apenas 5 dos 21 semestres analisados. Em 2007, ano que representou o maior número de IPOs, o índice de governança teve uma perda temporária de desempenho.

Este retorno superior do IGC pode ser resultado da menor diversificação de papéis em relação ao índice de mercado. Entretanto, a característica comum dos ativos é a adoção da governança, ainda que estejam em setores rentáveis, beneficiados pelo crescimento econômico brasileiro dos últimos anos e pela credibilidade que os mecanismos de governança corporativa adquiriram.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa compreende uma série de mecanismos que visam à maximização do valor das corporações no longo prazo. A necessidade de profissionalização dos gestores, a evolução das organizações, a separação entre poder e propriedade e a necessidade de recursos para investimentos são alguns dos motes da governança. O tema, destacadamente em voga, é um dos principais focos mundiais de discussão a respeito da alta gestão. Seu desenvolvimento e aprimoramento está intrinsecamente ligado com apontamentos e falhas nos sistemas de governança, já que os problemas por ela discutidos são seculares, tendo origem no Mercantilismo com a East India Company.

No Brasil, a governança ganhou repercussão a partir de 1995, ano da fundação do IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), atual IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Foram várias as iniciativas adotadas a partir daí para o aperfeiçoamento das regras de governança corporativa. Cabe destacar os níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) criados pela BOVESPA em 2000. Desde então, foram várias as empresas com ações já listadas na bolsa de valores brasileira que migraram para os níveis de governança. Além disso, grande parte das empresas que abriram capital nos últimos anos já ingressa com a governança corporativa desde o primeiro dia de negociação.

O objetivo principal desta pesquisa foi analisar os eventuais efeitos econômicos associados à adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa nas ações das companhias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período 2000 a 2011. Devido à crescente discussão e importância do tema, foi tido como pressuposto que a adesão aos NDGC gera um aumento significativo no retorno acionário das corporações. Desta forma, acreditou-se também que ao elevar o grau de governança ou aderir a um grau de governança mais elevado, houvesse também uma valorização significativa das ações. Sendo assim, foi estabelecido como um objetivo específico analisar o eventual impacto das práticas de Governança Corporativa buscando identificar não só como esta influencia o desempenho acionário de uma empresa isolada, mas entender como ela age nos diversos setores da economia, principalmente naqueles considerados estratégicos (setores que lideram o crescimento econômico). A NEI, que se atenta a questões relacionadas às instituições, custos de transação, informação, direitos de propriedade, traz importantes contribuições para a governança corporativa e, conseqüentemente, para a geração de valor.

A fim de responder aos pressupostos acima, foram utilizados os modelos econométricos ARCH/GARCH, assim como se fez uma análise comparativa do Índice de Governança Corporativa em relação ao IBOVESPA, principal indicador do mercado acionário. Os modelos ARCH/GARCH são específicos para aplicação para séries e análises financeiras, pois analisam tanto o retorno acionário como também a variância. Até o momento os trabalhos que analisaram os efeitos econômicos associados à governança corporativa no Brasil usando estes modelos são raros ou desconhecidos.

A amostra desta pesquisa constituiu-se de 41 empresas no período compreendido entre 13 de novembro de 2000 e 11 de novembro de 2011, tendo como base os dados da CMA Consultoria. A partir dos testes efetuados, verificou-se que a migração para os NDGC não influenciou fundamentalmente no padrão de retornos destas empresas, respondendo negativamente a hipótese central da pesquisa. Sendo assim, migrar para os NDGC ou elevar o nível de governança de empresas já listadas não influencia no retorno econômico acionário. Desta forma, pelo fato de não haver influência no retorno econômico, não foi possível fazer uma comparação setorial entre as empresas analisadas.

Todavia, dentre as 41 empresas analisadas, oito delas demonstraram mudança no padrão de retornos a partir da adoção da governança. Dessas, seis registraram perda de retorno e as outras duas empresas registraram padrões de retorno positivos (Net Comunicações (NETC) e a Companhia energética do Estado de São Paulo (CESP)).

Ao comparar o IGC com o IBOVESPA, percebeu-se que o primeiro possui desempenho superior. Para fins de análise, foram verificados os períodos e, sobretudo, os intervalos desde a criação do IGC, constatando um resultado desfavorável em apenas 5 dos 21 semestres analisados. Em 2007, ano que representou o maior número de IPOs, o índice de governança teve uma perda temporária de desempenho.

O fato da migração ou elevação do nível de governança não ocasionar aumento do retorno acionário e o desempenho do IGC ser superior ao IBOVESPA, é devido, dentre outros fatores, às empresas que já aderiram aos NDGC no IPO. O desempenho superior destas novas empresas não é ocasionado apenas pela governança, mas também por estar em setores rentáveis, beneficiados pelo crescimento brasileiro dos últimos anos.

Todavia, apesar da hipótese central deste trabalho ser negativa, a governança corporativa pode ser considerada um aspecto importante na atração e retenção de investidores. Cada vez mais os acionistas buscam garantias e salvaguardas institucionais de que não serão expropriados de seus investimentos. São muitos os fatores, além da governança corporativa, que podem ocasionar um desempenho diferenciado.

Esta dissertação inova em três aspectos: período e amostra analisada e modelo econométrico usado. Além disso, devido aos resultados encontrados, o presente trabalho contribui para a discussão a cerca do retorno acionário gerado a partir da adesão aos NDGC.

Como sugestão para futuras pesquisas poderão ser incluídas novas variáveis ao modelo, como por exemplo, concentração acionária, valor de mercado da empresa e localização geográfica.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante M.; AFONSO, Luis E.; CARAPELLI, Guilherme; SANTOS, Ariovaldo. **As ofertas públicas iniciais na BOVESPA no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho.** Anais do XLVII Encontro Nacional de Economia – Anpec, Salvador, 2010.

ANUATTI-NETO, F.; BAROSSO-FILHO, M; CARVALHO, A. G.; MACEDO, R. **Os Efeitos da Privatização sobre o Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas Privatizadas.** Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro: 59(2), abr/jun 2005, p. 151-175.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil.** Brasília, Banco Central do Brasil, v. 8, nº 2. 2009.

_____. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais 2011.** Disponível em <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/aviso.asp>> Acesso em 10/02/2012.

_____. **Carta Aberta ao Ministro da Fazenda – 2003.** Disponível em: <www.bcb.gov.br/?PRO20030121> Acesso em 20/12/2011.

BANCO MUNDIAL. **PIB.** Disponível em: <www.worldbank.org> Acesso em 10/01/2012.

BARCELOS, Raphael Magalhães. **A Nova Economia Institucional: Teoria e Aplicações.** UnB/IH/ECO, Brasília, DF. 2003.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. (2002). **Corporate Governance and Control.** ECGI – Finance Working Paper nº 02/2002, updated August 2005. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=343461>. Acesso em 20/02/2011.

BELDI, Thais B.; GROLA, Glaucia B.; CORREA, Francine M.; RODRIGUES, Thais V.; RIBEIRO, Tatianne N. **As práticas de governança corporativa e o impacto do monitoramento nas empresas investidas por fundos de *private equity* e *venture capital*.** 2007. Seminários em Administração, FEA-USP. Disponível em: <www.ead.fea.usp.br/semead/10semead/sistema/resultado/trabalhosPDF/90.pdf> Acesso em: 12/01/2012.

BELLO, Teresinha da Silva. **As alterações do câmbio no Brasil, após a deflagração da crise. Textos para discussão FEE,** n. 067. 2009.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. **The modem corporation and private property.** New York, MacMillan, 1932.

BM&FBOVESPA. **IGC – índice de Governança Corporativa. Metodologia.** Disponível em: <www.bmfBOVESPA.com.br> Acesso em: 20/12/2011.

_____. **Segmentos de listagem.** Disponível em: <www.bmfBOVESPA.com.br> Acesso em: 10/04/2011.

BNDES. **Importância do BNDES na economia brasileira**. Disponível em: <www.bndes.gov.br> Acesso em 10/01/2012.

BOLTON, Patrick; SCHARFSTEIN, David S. Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations, **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, vol. 12(4), pages 95-114, Fall, 1998.

BORLUZZO, Adriana B.; HOFFMAN, Ricardo; MACHADO, Sérgio J. Impacto da Estrutura de Propriedade e do Nível de Governança Corporativa no Ajuste Parcial de Preços em um IPO. **Insper Working Paper**, 2011.

BREIDENBACH, Raquel; BRANDÃO, Janaína B.; SOUZA, Renato S. de. Teorias organizacionais e a nova economia institucional: uma discussão acerca dos elementos constitutivos das organizações. In: **XLVII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural – SOBER**, 2009, Porto Alegre. Anais do XLVII Congresso da Sociedade Brasileira de Economia e Sociologia Rural – SOBER. Brasília: SOBER, 2009. V.1. p. 1-16

CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n.4, p. 468-481, 2007.

_____. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estado de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, v. 41, n. 1, p. 43-58, 2006.

(a) _____. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, p.17-38, abril/junho 2003.

(b) _____. Estudos de Evento: Teoria e Operacionalização. *Caderno de Pesquisas e Administração*, vol.10, n.3, p. 01-20, 2003.

CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. (2005) **Can Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=678282>>. Acesso em 10/12/2011.

CHAN, Jane Li; HONG, Da Wang. **Pyramidal ownership and earnings management: Agency V.S. Internal capital market perspectives** in *Proceedings of American Accounting Association Annual Meeting and Conference on Teaching and Learning in Accounting*, San Francisco, CA, July 31- August 4, 2010.

COASE, Ronald. (1998). **The New Institutional Economics**, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 88(2), pages 72-74, May

_____. (1995). "My Evolution as an Economist", in BREIT, William & SPENCER, Roger W. *Lives of the Laureates*. Cambridge, MA: MIT Press, 1995, p. 227-249.

_____. **The Nature of the Firm**. *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), pp. 386-405

COSTA, Gustavo S. **A influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Porto Alegre: Dissertação de mestrado apresentada ao programa de Administração e Negócios, PUC-RS, 2008.

CVM. **Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1(new).asp)> Acesso em: 20/03/2011.

_____. **Aberturas de capital e empresas de capital aberto**. Disponível em: <www.cvm.gov.br> Acesso em 23/12/2011.

DAVIS, Gerald F. 2005. **New directions in corporate governance**. *Annual Review of Sociology*, 31: 143–162.

DEMSETZ, 1967 – Toward a theory of property rights. **The American Economic Review**, Vol. 57, No. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-ninth Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1967), pp. 347-359.

DIEESE, 2006. **O câmbio e suas influências na economia**. Nota técnica: nº 24, maio 2006.

DOBIJA, Dorota. (2008) **Emergence of Corporate Contract Set, Governance and Accountability: Standing Orders of the East India Company, 1600 – 1621**. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1159928. Acesso em 19/03/2011.

ENDERS, W. **Applied Econometric Time Series**. New York, John Wiley Sons, Inc, 1995, 493 p.

ENGLE, Robert. Garch 101: The use of ARCH/GARCH models in applied econometrics. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n.4, p. 157-168, 2001.

ENGLE, Robert. Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. **Econometrica**, v. 50, n. 4, p. 987–1007, 1982.

FAMA, Eugene F. Contract costs and financing decisions. **Journal of Business**, v. 63, p. 71-91, 1990.

_____. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FARRAR, John H. (1999). **A Brief Thematic History of Corporate Governance**. *Bond Law Review*. Vol 11: Iss. 2, Article 9. Disponível em: <<http://epublications.bond.edu.au/blr/vol11/iss2/9>>. Acesso em 20/02/2011

FERNÁNDEZ, Ramón G.; PESSALI, Huáscar F. **Oliver Williamson e a construção retórica da Economia dos Custos de Transação**. In: Gala, P.; Rego, J. A História do Pensamento Econômico como Teoria e Retórica. São Paulo: 34, 2003.

FERREIRA FILHO, J.B.S; Felipe, F.I. **Crescimento da produção agrícola e o consumo de tratores de rodas no Brasil entre 1996-2005**. XLV Congresso Nacional da Sober. Londrina, 2007.

FIANI, Ronaldo (2002) “**Teoria dos custos de transação**”. In KUPFER, David & HASENCLEVER, Lia (Orgs.) *Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus. p. 267-286.

_____ (2003). **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 12, n. 2 (21), p. 185-203, jul./ dez.

FREEMAN, R. E. (1984). **Strategic Management: A Stakeholder approach**. Boston: Pitman Publishing.

FRENTROP, Paul. (2002). **A History of Corporate Governance 1602-2002**. Deminor Press, Amsterdam. Uma tradução de Ted Alkins sobre *Ondernemingen en hum aandeelhouders sinds de VOC*, publicado em 2002 por Prometheus, Amsterdam.

FROOMAN, J. (1999). *Stakeholder Influence Strategies*. **Academy of Management Review**, Jan 1999, v.24, n.2.

GALLANT, A. Ronald; ROSSI, Peter E.; TAUCHEN, George. Stock Prices and Volume. **The Review of Financial Studies**, v. 5, n. 2, pp. 199-242, 1992.

GOMPERS, P.; ISHII, J., METRICK A. (2003) Corporate Governance and equity prices, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118: 107-155

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLO, Marco A. S.; TONETO JR, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. Ed., São Paulo: Atlas, 2011.

HAMILTON, James D . **Time series analysis**. Princenton University Press, 1994.

HARTTMAN, Philipp. Trading volumes and transaction costs in the foreign exchange market. **Journal of Banking and Finance**, v. 23, p. 801-824, 1999.

HILLBRECHT, R. ; ROTTA, C. ; BALBINOTTO NETO, G. . **A Governança Corporativa no Mundo**. In: XXIX Encontro da ANPAD, 2005, Brasília/DF, de 17 a 21 de Set. EnANPAD 2005, Resumo dos Trabalhos, 2005.

HOFFMANN, Rodolfo. **Análise de regressão: uma introdução à econometria**. São Paulo: Hucitec, 1977.

IBGE. **Índice De Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)**. Disponível em: <www.ibge.gov.br> acesso em 12/02/2012.

IBRE-FVG. **Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M)**. Disponível em: <www.ibre.fgv.br> Acesso em 12/02/2012.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª Ed. / São Paulo, SP: IBGC, 2009. 73 p.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1ª ed. Cambridge, Massachussets: Harvard University Press, 2001.

JENSEN, Michael; MECKLING, Willian. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, 1976.

JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Tunneling. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, p. 22-27, May 2000.

KHANNA, T.; PAPELU, K., 2000. The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from China. *Strategic Management Journal* 43, 268-285.

KIRKPATRICK, Grant. (2009). **The corporate government lessons from the financial crisis**. *Financial Market Trends, OECD 2009, pre-publication version for Vol. 2009/1*. Disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>. Acesso em: 20/03/2011.

KRUGMAN, P. 1996. **Making sense of the competitive debate**. Oxford review of economic policy, 13(3):17-25.

LAGIOIA, Umbelina C. T. **Fundamentos do mercado de capitais**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

LAMOUREUX, Christopher G.; LASTRAPES, William D. Heteroskedasticity in stock return data: Volume versus GARCH effects. *The Journal of Finance*, v. 45, n. 1, p. 221-229, 1990.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-de-SILANES F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*. V. 106, pp.1113-1155.

(a)._____. (1999) The Quality of Government, *Journal of Law, Economics and Organization*, 15 (1): 222-279.

(b)._____. (1999) Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*. 54 (2), 471-520.

LIMA, I.S.; LIMA, G.A.; PIMENTEL, R.C. **Curso de Mercado Financeiro - Tópicos Especiais**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MACEDO, Fabricio Q. ; MELLO, G. R. ; TAVARES FILHO, Francisco . **Adesão ao nível 1 de governança corporativa da BOVESPA e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado**. In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006.

McNEW, Kevin; FACKLER, Paul. Testing Market Equilibrium: Is Co-Integration Informative? *Journal of Agricultural and Resource Economics*, vol. 22, n.2, p. 191-207, 1997.

MDIC. **Balança comercial e do agronegócio**. Disponível em: <www.mdic.gov.com> Acesso em 12/02/2012.

MONIZ BANDEIRA, Luiz Alberto . As políticas neoliberais e a crise na América do Sul. *Revista Brasileira de Política Internacional*, v. 2, p. 135-146, 2002.

MORCK, Randall; WOLFENZON, Daniel; YEUNG, Bernard. 2004. **Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth**, NBER Working Papers 10692, National Bureau of Economic Research, Inc.

MORCK, Randall; STEIER, Lloyd. 2005. **The global history of corporate governance – an introduction**. National Bureau of Economic Reserch. (p. 1-49) Disponível em: <www.nber.org/papers/w11062>. Acesso em: 20/02/2011.

MORCK, Randall; YEUNG, Bernard. 2010. **Agency Problems and the Fate of Capitalism**. National Bureau of Economic Research working paper 16490.

MUNHOZ, Vanessa da Costa Val; LIBÂNIO, Gilberto. **Volatilidade dos fluxos financeiros e fuga de capitais: uma análise exploratória da vulnerabilidade externa no Brasil**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2009.

NOGUEIRA, Kênia G.F.; ANGOTTI, Marcello. Os efeitos da divulgação de impactos ambientais: um estudo de eventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, UFSC, Florianópolis, v. 8, n. 16, p. 65-88, 2011.

PITELIS, Christos N. (2004). **(Corporate) Governance, (Shareholder) Value and (Sustainable) Economic Performance**. Vol. 12, Number 2, April 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=528753>. Acesso em: 20/03/2011.

RIBEIRO DE JESUS, Roberto Martins. **GOVERNANÇA CORPORATIVA: A Formação de Mecanismos por Investidores Institucionais, o Caso PREVI**. Rio de Janeiro: Dissertação apresentada à Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, 2004.

ROCHMAN, R. R. ; EID JR., W. . **Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da BOVESPA**. In: 7o. Encontro Brasileiro de Finanças, 2007, São Paulo. 7o. Encontro Brasileiro de Finanças. São Paulo : Sociedade Brasileira de Finanças, v. 1. p. 1-16, 2007.

SANTOS, José O.; HOMENKO, Alexander; GARRE, Carlos; CIOFFI, Patrícia L.M.; SAYKOVITCH, Sidney L. Análise do desempenho do retorno das ações ordinárias empresas do setor de transporte aéreo dos EUA nos períodos pré e pós-ataque às torres gêmeas de 11 de setembro de 2011. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 2, p. 53-64, 2008.

SCHULZE, W., LUBATKIN, M., DINO, R., and BUCHHOLTZ, A. (2001), **Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence**, *Organization Science*, 12 (2): 99–116;

SECEX. **Balança comercial e do agronegócio**. Disponível em: <www.secezbr.com> Acesso em 12/02/2012.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (1996). A survey of corporate governance. **Journal of Finance** 52 (2): 737-783. Disponível em: <www.nber.org/papers/w5554.pdf>. Acesso em: 23/01/2011.

SILVA, Alexandre Messa; DE NEGRI, João Alberto; KUBOTA, Luis Claudio. (2006) **“Estrutura e dinâmica do setor de serviços no Brasil”**. In DE NEGRI, João Alberto; KUBOTA, Luis Claudio (Orgs.) *Estrutura e dinâmica do setor de serviços no Brasil*. Brasília: IPEA, 502 p.

SILVA FILHO, Edison Benedito. A teoria da firma e a abordagem dos custos de transação: elementos para uma crítica institucionalista. **Pesquisa & Debate**, SP, volume 17, número 2 (30) pp. 259-277, 2006

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da ; YOSHINAGA, Cláudia Emiko ; BORBA, Paulo da Rocha Ferreira . *Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objetivo Corporativa*. **Caderno de Pesquisas em Administração** (USP), v. 12, p. 33-42, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da ; LEAL, Ricardo Pereira Câmara ; SILVA, André Carvalhal da ; BARROS, Lucas Ayres B C de . Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. In: 17th **European Financial Management Association, 2008**, Athens - Greece.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli Da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo – teoria e prática**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; DIAS JUNIOR, Armando Lopes. What is the impact of bad governance practices in concentrated ownership environment. **International Journal of disclosure and Governance**, v.7, pp. 70-91, 2010.

SIMPSON, Anne. (2001). **Shareholders and Stakeholders: “the tyranny of the or”**. Disponível em: < www.oecd.org/dataoecd/6/37/1873246.pdf>. Acesso em: 20/03/2011.

SMITH, Adam. (1776). **A Riqueza das Nações**. Londres: Methuen & Co., Ltd.

SOLOMON, Jill; SOLOMON, Aris. **Corporate Governance and Accountability**. 1ª ed. England: John Wiley & Sons, Ltd, 2004.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. Tradução Monica Rosenberg; revisão técnica Eliezer Martins Diniz. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

TAKAMATSU, Renata T.; LAMOUNIER, Wagner M.; COLAUTO, Romualdo D. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos das ações de companhias participantes do IBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n.1, p. 46-63, 2008.

THALER, R.H., SHEFRIN, H.M., 1981. An economic theory of self-control. **Journal of Political Economy**, 89, 392–406.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: conceitos básicos**. Tradução: Maria José Cyhlar Monteiro e Ricardo Doninelli. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, 7ª edição.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; GARCIA, Manuel E. **Fundamentos de economia**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

VILLA, Marciano. **Níveis de Governança Corporativa: a evolução do valor de mercado das empresas**. Porto Alegre: Trabalho de conclusão do curso de especialização em mercado de capitais apresentado à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2009.

ZYLBERSZTAJN, Decio. Organização ética: um ensaio sobre comportamento e estrutura das organizações. **Revista de Administração Contemporânea**, Ago 2002, vol.6, no.2, p.123-143. ISSN 1415-6555

WILLIAMSON, Oliver. (2009). Pragmatic methodology: a sketch, with applications to transaction cost economics, **Journal of Economic Methodology**, Taylor and Francis Journals, vol. 16(2), pages 145-157.

_____. (1998). Transaction Cost Economics: How it Works, Where it is Headed, **De Economist**, Vol. 146, No. 1, pp. 23-58.

_____. (1989) **Transaction Cost Economics**, in Richard Schmalensee and Robert Willig, eds., *Handbook of Industrial Organization*. Amsterdam: North Holland, pp. 135-182

_____. (1979) Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. **Journal of Law and Economics**, Vol. 22, No. 2, pp. 233-261

YOUNG, Michael N.; PENG, Mike W.; AHLSTROM, David; BRUTON, Garry D.; JIANG, Yi. Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-principal Perspective, **Journal of Management Studies**, vol. 45, issue 1, 2008, pp. 196–220.

**Anexo 1 – Lista de Companhias de Capital Aberto com Itens de
Governança Corporativa**

Quadro 9- Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa
(continua)

Empresa	Cod	Ano IPO	Dta adesao	Subsetor
ABC BRASIL	ABCB	2007	25/07/2007	intermediarios financeiros
ALIANSC	ALSC	2010	29/01/2010	Exploração de Imóveis
ALL AMER LAT	ALLL	2004	25/06/2004	Transporte
AMIL	AMIL	2007	29/10/2007	Saúde
ANHANGUERA	AEDU	2007	12/03/2007	Diversos
ALPARGATAS	ALPA			Tecidos, Vestuário e Calçados
BANRISUL	BRSR			intermediarios financeiros
B2W VAREJO	BTOW	2007	08/08/2007	Comércio
BEMATECH	BEMA	2007	19/04/2007	Computadores e Equipamentos
BHG	BHGR	2007	16/07/2007	Hoteis e Restaurantes
BICBANCO	BICB	2007	15/10/2007	intermediarios financeiros
BMF&BOVESPA	BVMF	2008	20/08/2008	Serviços Financeiros Diversos
BR BROKERS	BBRK	2007	29/10/2007	Construção e Engenharia
BR INSURANCE	BRIN	2010	01/11/2010	Previdência e Seguros
BR MALLS PAR	BRML	2007	05/04/2007	Exploração de Imóveis
BR PROPERT	BRPR	2010	08/03/2010	Exploração de Imóveis
BRASIL	BBAS			intermediarios financeiros
BRDESCO	BBDC			intermediarios financeiros
BRADSPAR	BRAP	2000		Holdings Diversificadas
BRASKEM	BRKM			Químicos
BRASILAGRO	AGRO	2006	02/05/2006	Exploração de Imóveis
ECODIESEL	ECOD	2006	22/11/2006	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
BRF FOODS	BRFS			Alimentos Processados
BROOKFIELD	BISA	2006	23/10/2006	Construção e Engenharia
CC DES IMOB		2007	31/01/2007	
CCR RODOVIAS	CCRO	2002	01/02/2002	Transporte
CEMIG	CMIG			Energia Elétrica
CETIP	CTIP	2009	28/10/2009	Serviços Financeiros Diversos
CIA HERING	HGTX			Tecidos, Vestuário e Calçados
CIELO	CIEL	2009	29/06/2009	Serviços Financeiros Diversos
COPASA	CSMG	2006	08/02/2006	Água e Saneamento
COSAN	CSAN	2005	18/11/2005	Alimentos Processados
CPFL ENERGIA	CPFE	2004	29/09/2004	Energia Elétrica

Quadro 9- Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa
(continua)

CR2	CRDE	2007	23/04/2007	Construção e Engenharia
CREMER	CREM	2007	30/04/2007	Saúde
CSU CARDSYST	CARD	2006	02/05/2006	Serviços
CYRE COM- CCP	CCPR	2007	09/08/2007	Exploração de Imóveis
CYRELA REALT	CYRE	1996		Construção e Engenharia
CEDRO	CEDO			Tecidos, Vestuário e Calçados
CELESC	CLSC			Energia Elétrica
CESP	CESP			Energia Elétrica
CONFAB	CNFB			Artefatos de Ferro e Aço
COPEL	CPLE			Energia Elétrica
CRUZEIRO SUL	CZRS	2007	26/06/2007	intermediarios financeiros
DASA	DASA	2004	19/11/2004	Saúde
DAYCOVAL	DAYC	2007	29/06/2007	intermediarios financeiros
DIRECIONAL	DIRR	2009	19/11/2009	Construção e Engenharia
DROGASIL	DROG			Comércio e Distribuição
DURATEX	DTEX			Madeira e Papel
ECORODOVIAS	ECOR	2010	01/04/2010	Transporte
EMBRAER	EMBR	2000		Material de Transporte
ENERGIAS BR	ENBR	2005	13/07/2005	Energia Elétrica
ELETROBRAS	ELET			Energia Elétrica
ELETROPAULO	ELPL			Energia Elétrica
EQUATORIAL	EQTL	2006	03/04/2006	Energia Elétrica
ESTACIO PART	ESTC	2007	30/07/2007	Diversos
ETERNIT	ETER			Construção e Engenharia
EUCATEX	EUCA			Madeira e Papel
EVEN	EVEN	2007	02/04/2007	Construção e Engenharia
EZTEC	EZTC	2007	22/06/2007	Construção e Engenharia
FER HERINGER	FHER	2007	12/04/2007	Químicos
FIBRIA	FIBR		14/11/2001	Madeira e Papel
FLEURY	FLRY	2009	17/12/2009	Saúde
FORJAS TAURUS	FJTA			Máquinas e Equipamentos
FRAS-LE	FRAS			Material de Transporte
GAFISA	GFSA	2006	17/02/2006	Construção e Engenharia
GENERAL SHOPP	GSHP	2007	30/07/2007	Exploração de Imóveis
GERDAU	GGBR			Siderurgia e Metalurgia
GERDAU MET	GOAU			Siderurgia e Metalurgia

Quadro 9- Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa
(continua)

GOL	GOLL	2004	24/06/2004	Transporte
GRENDENE	GRND	2004	29/10/2004	Tecidos, Vestuário e Calçados
HELBOR	HBOR	2007	29/10/2007	Construção e Engenharia
HRT PETROLEO	H RTP	2010	05/10/2010	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
HYPERMARCAS	HYPE	2008	18/04/2008	Diversos
IDEIASNET	IDNT	2000		Programas e Serviços
IGUATEMI	IGTA	2007	07/02/2007	Exploração de Imóveis
IMC HOLDINGS	IMCH	2011	09/03/2011	Hoteis e Restaurantes
INDS ROMI	ROMI			Máquinas e Equipamentos
IOCHP-MAXION	MYPK			Material de Transporte
INDUSVAL	IDVL	2007	12/07/2007	intermediarios financeiros
INEPAR	INEP			Máquinas e Equipamentos
ITAUSA	ITSA			intermediarios financeiros
ITAUUNIBANCO	ITUB	2001	26/06/2001	intermediarios financeiros
JBS	JBSS	2007	29/03/2007	Alimentos Processados
JHSF PART	JHSF	2007	12/04/2007	Construção e Engenharia
JSL	JSLG	2010	22/04/2010	Transporte
KLABIN S/A	KLBN			Madeira e Papel
KROTON	KROT	2007	23/07/2007	Diversos
LIGHT S/A	LIGT			Energia Elétrica
LLX LOG	LLXL	2008	28/07/2008	Transporte
LOCALIZA	RENT	2005	23/05/2005	Diversos
LOG-IN	LOGN	2007	21/06/2007	Transporte
LOJAS MARISA	AMAR			Comércio
LOJAS RENNER	LREN			Comércio
LE LIS BLANC	LLIS	2008	29/04/2008	Comércio
LOPES BRASIL	LPSB	2006	18/12/2006	Construção e Engenharia
LUPATECH	LUPA	2006	15/05/2006	Máquinas e Equipamentos
M.DIASBRANCO	MDIA	2006	18/10/2006	Alimentos Processados
MAGAZ LUIZA	MGLU	2011	02/05/2011	Comércio
MAGNESITA SA	MAGG	old		Materiais Diversos
MARFRIG	MRFG	2007	29/06/2007	Alimentos Processados
MANGELS INDL	MGEL			Artefatos de Ferro e Aço
MARCOPOLO	POMO			Material de Transporte
METALFRIO	FRIO	2007	13/04/2007	Equipamentos Elétricos
MILLS	MILS	2010	16/04/2010	Construção e Engenharia
MINERVA	BEEF	2007	20/07/2007	Alimentos Processados
MMX MINER	MMXM	2006	24/07/2006	Mineração

Quadro 9- Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa
(continua)

MPX ENERGIA	MPXE	2007	14/12/2007	Energia Elétrica
MRV	MRVE	2007	23/07/2007	Construção e Engenharia
MULTIPLAN	MULT	2007	27/07/2007	Exploração de Imóveis
MULTIPLUS	MPLU	2010	05/02/2010	Diversos
NATURA	NATU	2004	26/05/2004	Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza
NET	NETC			Mídia
ODONTOPREV	ODPV	2006	01/12/2006	Saúde
OGX PETROLEO	OGXP	2008	13/06/2008	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
OHL BRASIL		2005	15/07/2005	
OSX BRASIL	OSXB	2010	22/03/2010	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
P.ACUCAR-CBD	PCAR			Comércio e Distribuição
PANAMERICANO	BPNM	2007	19/11/2007	intermediarios financeiros
PARANA	PRBC	2007	14/06/2007	intermediarios financeiros
PARANAPANEMA	PMAM			Artefatos de Ferro e Aço
PINE	PINE	2007	02/04/2007	intermediarios financeiros
PDG REALT	PGDR	2007	26/01/2007	Construção e Engenharia
PORTO SEGURO	PSSA	2004	22/11/2004	Previdência e Seguros
PORTOBELLO	PTBL			Construção e Engenharia
PORTX	PRTX	2010		Transporte
POSITIVO INF	POSI	2006	11/12/2006	Computadores e Equipamentos
PROFARMA	PFRM	2006	26/10/2006	Comércio e Distribuição
PROVIDENCIA	PRVI	2007	27/07/2007	Materiais Diversos
QGEP PART	QGEP	2011	09/02/2011	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
QUALICORP	QUAL	2011	29/06/2011	Saúde
RAIA	RAIA	2010	20/12/2010	Comércio e Distribuição
RANDON PART	RAPT			Material de Transporte
REDECARD	RDCD	2007	13/07/2007	Serviços Financeiros Diversos
REDENTOR	RDTR	2010	25/08/2010	Energia Elétrica
RENAR	RNAR	2005	28/02/2005	Agropecuária
RENOVA	RNEW	2010	13/07/2010	Energia Elétrica
RODOBENSIMOB	RDNI	2007	31/01/2007	Construção e Engenharia
ROSSI RESID	RSID			Construção e Engenharia
SABESP	SBSP			Água e Saneamento
SANTANDER BR	SANB	2009	07/10/2009	intermediarios financeiros
SANTOS BRP	STBP	2006		Transporte
SAO CARLOS	SCAR			Exploração de Imóveis
SAO MARTINHO	SMTO	2007	12/02/2007	Alimentos Processados

Quadro 9- Empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa (finalização)

SARAIVA LIVR	SLED			Mídia
SIERRABRASIL	SSBR	2011	03/02/2011	Exploração de Imóveis
SLC AGRICOLA	SLCE	2007	15/06/2007	Agropecuária
SOFISA	SFSA	2007	02/05/2007	intermediarios financeiros
SPRINGS	SGPS	2007	27/07/2007	Tecidos, Vestuário e Calçados
SUL AMERICA	SULA	2007	05/10/2007	Previdência e Seguros
SUZANO PAPEL	SUZB			Madeira e Papel
TAESA	TRNA	2006	27/10/2006	Energia Elétrica
TAM S/A	TAMM	2005		Transporte
TARPON INV	TRPN	2007		Serviços Financeiros Diversos
TECHNOS	TECN	2011	01/07/2011	Tecidos, Vestuário e Calçados
TECNISA	TCSA	2007	01/02/2007	Construção e Engenharia
TEGMA	TGMA	2007	03/07/2007	Transporte
TEMPO PART	TEMP	2007	18/12/2007	Saúde
TEREOS	TERI	2010	13/08/2010	Alimentos Processados
TIME FOR FUN	SHOW	2011	13/04/2011	Lazer
TOTVS	TOTS	2006	09/03/2006	Programas e Serviços
TRACTEBEL	TBLE	1998		Energia Elétrica
TRISUL	TRIS	2007	15/10/2007	Construção e Engenharia
TRIUNFO PART	TPIS	2007	23/07/2007	Transporte
TRAN PAULIST	TRPL	1999		Energia Elétrica
UNIPAR	UNIP			Químicos
UOL	UOLL	2005	16/12/2005	Programas e Serviços
VALID	VLID	2006	27/04/2006	Serviços
WEG	WEGE			Máquinas e Equipamentos
USIMINAS	USIM			Siderurgia e Metalurgia
VALE	VALE			Mineração

FONTE: BM&FBOVESPA (2011)