



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

GUILHERME ARTHUR BELOTTO SCALABRIN

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: práticas diferenciadas e
seu impacto na redução do risco**

Brasília – DF

2010

GUILHERME ARTHUR BELOTTO SCALABRIN

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: práticas diferenciadas e
seu impacto na redução do risco**

Monografia apresentada ao
Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Mestre, José
Carneiro da Cunha Oliveira Neto

Brasília – DF

2010

Scalabrin, Guilherme Arthur Belotto.

Governança Corporativa: práticas diferenciadas e seu impacto na redução do risco. / Guilherme Arthur Belotto Scalabrin. – Brasília, 2010.

47 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2010.

Orientador: Prof. Msc. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto, Departamento de Administração.

1. Governança Corporativa. 2. Risco. 3. Ibovespa. 4. IGC

GOVERNANÇA CORPORATIVA: práticas diferenciadas e seu impacto na redução do risco

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do
(a) aluno (a)

Guilherme Arthur Belotto Scalabrin

Msc, José Carneiro da Cunha Oliveira Neto
Professor-Orientador

Dr. Carlos Rosano Peña,
Professor-Examinador

Dra. Geovana Lorena Bertussi
Professor-Examinador

Brasília/DF, 27 de Agosto de 2010

AGRADECIMENTO

Agradeço ao meu orientador, Prof.º José Carneiro, pelo apoio e encorajamento durante o trabalho, aos demais professores e funcionários do departamento de Administração, à minha família, aos meus amigos, e aos colegas de trabalho pelo tempo de ajuda dedicado a mim.

RESUMO

O conceito de governança corporativa diferenciada vem ganhando espaço em várias partes do mundo. De maneira semelhante, o tema ganha popularidade no mercado de capitais brasileiro. Com a popularização da bolsa de valores no Brasil na última década e a disparada no número de pessoas que investem seu patrimônio no mercado acionário, torna-se interessante avaliar os reflexos produzidos por esse novo pensamento. A segmentação das empresas listadas na BM&FBOVESPA, de acordo com a qualidade das práticas de boa governança, inicia uma nova fase de transparência no mercado acionário brasileiro.

Este trabalho tem como objetivo enunciar os diversos aspectos que compõem as práticas de governança corporativa diferenciada, comparar a sua implementação no Brasil e em outros países, e por fim estimar um modelo econométrico de regressão linear para avaliar a relação de risco entre o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e o Ibovespa. O resultado da pesquisa, que utilizou o índice β como medida de risco, mostra que as empresas com práticas diferenciadas de governança no Brasil, listadas no IGC, tem menor volatilidade que as empresas do índice Ibovespa.

Palavras chave: 1. Governança Corporativa 2. Risco 3. Ibovespa 4. IGC

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR - American Depositary Receipt

BACEN - Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CEO - Chief Executive Officer

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Ibovespa - Índice Bovespa

IBrX - Índice Brasil

IFRS - International Financial Reporting Standards

IGC - Índice de Governança Corporativa Diferenciada

PIB - Produto Interno Bruto

S.A – Sociedade Anônima

US GAAP - United States Generally Accepted Accounting Principles

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
1.1 Contextualização do Assunto	8
1.2 Formulação do problema	9
1.3 Objetivo Geral	9
1.4 Objetivos Específicos.....	9
1.5 Justificativa	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1 Governança Corporativa: Conceito.....	11
2.2 Aspectos de Governança.....	12
2.2.1 Proteção legal	12
2.2.2 Estrutura de controle e propriedade	13
2.2.3 Conselho de Administração.....	15
2.2.4 <i>Disclosure</i>	16
2.2.5 Direitos dos acionistas	16
2.3 Governança Corporativa – Uma visão complementar	17
2.4 Governança no Brasil	19
2.4.1 Levantamento Histórico.....	19
2.4.2 A nova Lei das S.A.....	21
2.4.3 Governança diferenciada na BM&FBOVESPA	21
2.5 Governança Corporativa no Mundo	23
2.5.1 Estados Unidos	23
2.5.2 Alemanha	23
2.5.3 Japão	24
2.5.4 Coreia do Sul.....	24
2.6 Impactos na adoção da Governança Corporativa.....	26
2.6.1 Desempenho da corporação	26
2.6.2 Desempenho das ações no mercado financeiro	28
3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....	35

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa	35
3.2 População e amostra	35
3.3 Instrumento de pesquisa.....	36
3.4 Procedimento de coleta e de análise de dados	36
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	37
5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	43
REFERÊNCIAS	45

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do Assunto

Com a revolução da informação e o desenvolvimento dos meios de transporte no último século, os países passaram a viver o processo de globalização, sendo a integração econômica uma das consequências. Ao considerar o desenvolvimento dos mercados financeiros mundiais e a integração entre os mesmos, é preciso que as empresas brasileiras se adaptem às exigências de investidores estrangeiros. Sabe-se que mercados mais avançados como Inglaterra e Estados Unidos possuem práticas de gestão mais transparentes e que seus investidores serão mais exigentes para aceitar alocar o seu capital em outros países. Sabe-se também que o Brasil não possui sistema judiciário eficiente com poderes para garantir a segurança dos investidores, seja no que concerne à qualidade das leis vigentes como também para garantir o cumprimento das mesmas.

Impulsionadas pela abertura econômica promovida no início da década de 1990, as empresas brasileiras passaram a enfrentar concorrentes a nível mundial, não somente na busca por fatias de mercado, mas também por financiamento para suas atividades. Nisto, as boas práticas de gestão tornam-se primordiais para o sucesso das atividades da empresa. Estas novas práticas de gestão foram definidas pelo atual Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) 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 boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (Quarta versão, p. 19)

Assunto de pouco interesse no Brasil, a governança corporativa ganhou força no fim do último século como instrumento de segurança para o cumprimento de acordos feitos entre gestores, acionistas e proprietários das empresas. Conforme já citado, a ineficiência do sistema judiciário brasileiro faz com que seja necessária a

criação de contratos privados entre os atores, que serão usados como um mecanismo capaz de aumentar a segurança entre as partes. Neste contexto surgem as mudanças que visam à melhoria deste processo, como a fundação do IBGC, criando o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, e os segmentos de governança corporativa diferenciada na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).

1.2 Formulação do problema

A simples mudança de cultura não fornece a garantia de que o mercado acionário brasileiro e as empresas que o compõem estão de fato sendo recompensados por este esforço. Dessa forma, é necessário mensurar a percepção que os investidores no Brasil possuem. Uma possibilidade para isso é avaliar o nível de risco dos ativos brasileiros que estão adotando as práticas diferenciadas de governança corporativa.

Exposta a situação, pergunta-se:

A adoção de práticas dos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil efetivamente reduz o risco para os investidores?

1.3 Objetivo Geral

Avaliar a relação de risco entre o Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e o Índice Bovespa (Ibovespa).

1.4 Objetivos Específicos

- Revisar a literatura sobre Governança Corporativa diferenciada;
- Descrever os instrumentos e instituições de Governança Corporativa diferenciada no Brasil;
- Estimar um modelo de regressão linear para avaliar a relação de risco entre os mercados.

1.5 Justificativa

Embora exista há pelo menos meio século, a Governança Corporativa vem ganhando espaço relevante no cenário brasileiro nas últimas duas décadas. A abertura econômica, a estabilidade monetária e as privatizações ocorridas neste período causaram mudanças nas relações de acionistas e proprietários, motivadas pela entrada de investidores externos e os investidores institucionais, como os fundos de pensão. Além disso, as empresas brasileiras passaram a acessar os mercados externos ampliando sua fonte de investidores. Com base nisso, a melhora no cenário brasileiro passou a ser um pré-requisito para o sucesso desta nova fase da economia brasileira. Como consequência, foram adotadas medidas para viabilizar esta nova estrutura como: criação de segmentos diferenciados na BM&FBOVESPA, reforma da Lei das S.A, criação do IBGC, e recomendações da CVM – órgão responsável por fiscalizar o mercado de capitais brasileiro – com a Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa.

Com base na relevância destas mudanças para o mercado de capitais no Brasil, o incentivo deste trabalho foi o de avaliar se as novas práticas de governança estão efetivamente causando alguma mudança no cenário brasileiro. Mais especificamente, foi pesquisada a relação entre o risco e as práticas diferenciadas de governança, isto é, se uma empresa que adere a este conjunto de práticas consegue diminuir o risco de suas ações negociadas em bolsa de valores.

O resultado desta pesquisa pode indicar principalmente a pequenos investidores - classe que teve forte crescimento na última década –, que possuem o menor poder de influência nas organizações, se as ações destas empresas trarão menor risco às suas carteiras de investimento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa: Conceito

Em grande parte das corporações mundiais se observa a divisão entre propriedade e administração. O proprietário, visando à máxima eficiência de sua empresa, abre mão do cargo de gestor e delega esta função a outro indivíduo, julgado mais apto, que passa a controlar as decisões. Pela doutrina econômica, cada ser procura maximizar sua utilidade nas tomadas de decisão, tendo em vista as condições do ambiente em que está inserido e a escassez de recursos a que está submetido. Desta forma, não havendo nenhuma espécie de regulação, espera-se que cada indivíduo procure obter o máximo de utilidade que conseguir em suas atitudes. Assim, os conflitos entre os gestores e os donos de uma empresa podem ocorrer a partir do momento em que o gestor, buscando sua máxima utilidade, não estiver também maximizando a utilidade do proprietário. Este fato é reforçado por Williamson (1988), através dos custos de transação, que cita a existência de racionalidade limitada – quando não se possui todas as informações sobre o ambiente em que se negocia – e que também afirma que os agentes humanos se aproveitam deste fato para realizar atitudes oportunistas de interesse próprio. Para Jensen e Meckling (1976), quanto maior é a disparidade entre controle e posse do capital acionário, maior será o incentivo do gestor para agir em benefício próprio.

Este receio dos investidores encontra explicação pela Teoria da Agência. Jensen e Meckling (1976) definiram esta idéia como um contrato no qual uma ou mais pessoas (Principal) emprega outra pessoa (Agente) para efetuar algum serviço a seu favor, no qual envolverá a delegação de autoridade nas tomadas de decisão do agente. Se ambos tem incentivos para maximizar sua utilidade pessoal, há um indício de que, sem custos adicionais, o principal não terá o agente atuando conforme o pactuado. Este comportamento implicará na necessidade de incentivos para evitar o problema, que são os custos de agência. Primeiro, são os custos de monitoração do agente assumidos pelo principal, para assegurar-se que o primeiro age de acordo com o estabelecido pelo segundo. Também, o agente deve assumir o custo de reputação para garantir ao principal que agirá da forma estabelecida. Por

fim, outro custo presente é o das perdas geradas por decisões tomadas pelo agente, que não estando de acordo com o principal, não maximiza o retorno deste.

Levine e Zervos (1998 *apud* CARVALHO, 2002) afirmaram que a taxa de crescimento econômico de um país está intimamente ligada ao desenvolvimento do mercado acionário e de seus intermediários financeiros. Motivado pela necessidade dos investidores de preservarem o seu capital, intensificou-se um movimento de maior busca de transparência nas ações das empresas, conhecido como Governança Corporativa. Para Shleifer e Vishny (1997), isto se define como os mecanismos que dão alguma segurança aos acionistas, de que os resultados de seu interesse serão buscados pelos administradores. Por este movimento, procura-se anular todos os tipos de problema que se criam em uma administração fraudulenta, como: o abuso de poder, facilitado pela assimetria da informação; expropriação de valor dos acionistas minoritários em vendas do controle; má distribuição de dividendos; investimentos em projetos não rentáveis, de interesse pessoal dos executivos, entre outros.

2.2 Aspectos de Governança

2.2.1 Proteção legal

Práticas de governança em países que não possuem eficientes sistemas legais são ainda mais importantes. Klapper e Love (2004) afirmaram em pesquisa empírica que a relação entre valor de mercado e práticas de governança é mais fortemente correlacionada nestes países. Também concluíram que a simples vontade da empresa em exercer os mandamentos de governança não garante o pleno funcionamento da segurança dos investidores, já que é no sistema judicial que qualquer conflito será resolvido e uma empresa sozinha não consegue reproduzir toda a estrutura ambiental necessária para tal. Porém, isto não significa que o mercado não saiba observar uma administração diferenciada e com isso dar preferência na hora da decisão de onde fazer investimentos.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) atentam-se ao fato da origem do sistema legal de cada país ser um fator responsável por diferenças na eficácia do sistema judicial. Alguns países, que usaram como base o sistema legal

anglo-saxão, possuem uma doutrina de pensamento em que juízes podem decidir de certa forma subjetiva, com base em princípios gerais. Já outros tem sua origem legal advinda do sistema legal Francês ou Germânico (que adotam uma similar linha de pensamento que é simplesmente interpretar o que diz a lei escrita). Embora não haja um consenso, os autores sugerem que os países com origem legal anglo-saxão tem melhor proteção. Uma simples brecha na lei descoberta por investidores mal intencionados poderá ser explorada, e num país em que o sistema legal apenas observa o que está escrito na lei, haverá mais demora na resposta legal.

Isto se torna um fator chave à medida que se analisa a propensão de investidores externos para aportar capital em novas oportunidades. Para La Porta et al. (1999 *apud* LEAL, 2004), quanto maior a proteção dada ao investidor, maior a sua propensão em fazer investimentos neste lugar.

2.2.2 Estrutura de controle e propriedade

É interessante o fato de haver poucos casos mundiais de empresas com alta pulverização acionária, conforme atestaram La Porta et al. (1999 *apud* LEAL, 2004). Em pesquisa realizada em 27 países desenvolvidos, verificou-se que o incentivo a uma forte distribuição acionária são as normas de proteção ao investidor e um dos aspectos observados por investidores se trata da forma como é distribuída a composição acionária da empresa. Conforme dito, observa-se um alto grau de concentração acionária nas empresas fora do eixo anglo-saxão. A partir disto podem surgir problemas para a boa gestão da empresa.

De acordo com Leal (2004), muitas empresas adotam a estrutura de controle conhecida como *pirâmide*. Para exemplificar, isto é feito por proprietários que detém o controle de uma *holding* com 51% dos votos e esta *holding* possui o controle de outra empresa apenas com 51% dos votos, ou seja, nesta segunda empresa a posse de capital é de apenas $0,51 \times 0,51 = 26,01\%$. Isto cria incentivo para os controladores agirem para o seu benefício privado. Com um nível de poder maior que o pedaço de capital que possuem, o ganho ao expropriar o patrimônio da firma em seu benefício pode superar o seu custo. Silva e Leal (2005), em formulário de pesquisa, consideraram boa governança quando o acionista controlador detém um número de ações preferenciais igual ou maior que o número de ações ordinárias.

Com relação ao tipo de investidor que detém o capital da empresa, não há um consenso sobre a participação ideal de investidores institucionais. Shleifer e Vishny (1986 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003) argumentam que investidores institucionais (pessoas jurídicas com grandes recursos, como: fundos de pensão, bancos e fundos de investimento) teriam grandes incentivos a monitorar a atividade dos gestores da empresa, já que seriam os maiores prejudicados com uma má gestão, e também porque possuem grande poder de voto para tomar alguma medida corretiva, se necessária. Similar a este pensamento está Poulsen (1987 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003) ao detectar que há uma maior probabilidade dos investidores institucionais votarem contra medidas danosas aos acionistas. Outra pesquisa a favor deste argumento é McConnell e Servaes (1990 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003), que extraíram relação positiva entre propriedade institucional e o índice financeiro Q de Tobin¹.

Por outro lado, Black (1990 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003) afirmou que a presença de investidores institucionais não seria benéfica, pois a possibilidade de aproveitamento gratuito do monitoramento de um grande investidor acaba por gerar conflito entre os demais. Gibson (2003) realizou pesquisa para verificar eficácia da governança corporativa em mercados emergentes – utilizou como medida a rotatividade dos CEOs em empresas com fraca performance – e concluiu que empresas que possuíam acionista de grande porte não tinham práticas de governança eficaz. Bhojraj e Sengupta (2003) citaram também duas hipóteses alternativas presentes na literatura relacionada. Uma discorre sobre a tendência de um investidor institucional usar o alto poder que possui e agir para seu próprio interesse e a outra afirma que um grande investidor pode contribuir, por exemplo, exercendo influência política, social e econômica.

Falando sobre as consequências de uma forte dispersão acionária com muitos pequenos investidores, embora não haja o problema de expropriação dos minoritários pelos majoritários, Hart (1995) afirma que isto deixaria a direção da empresa sem monitoramento. De acordo com este pesquisador, os minoritários não tem incentivos a monitorar os diretores da empresa, já que isto é um bem público. Sendo assim, se um minoritário assumir o monitoramento dos gestores da empresa,

¹ O valor Q de Tobin é encontrado dividindo-se o valor de mercado dos ativos pelo seu custo de reposição.

todos os outros vão usufruir deste benefício a custo zero. Desse modo, todos os pequenos investidores se mantêm passivos esperando que algum deles assumira este custo, o que de fato não costuma ocorrer e faz com que não haja fiscalização nas ações dos diretores.

Para Joh (2003), em pesquisa realizada na Coreia do Sul, o percentual ideal de concentração do capital na mão de um investidor se situa entre 5 e 25%. Foi obtida estatisticamente uma relação negativa entre lucratividade e concentração de capital, quando o maior acionista possui entre 0-5% e 25-100% do capital social, ou seja, extrema diluição ou forte concentração acionária geraria impactos negativos.

2.2.3 Conselho de Administração

Bhojraj e Sengupta (2003) definem a função de um conselho como o dever de controlar a gestão da empresa e zelar pela proteção dos interesses dos acionistas. Fama e Jensen (1983 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003) atentam para a importância de se compor o conselho com pessoas de fora da organização, que teriam um custo maior para manter sua reputação e por isso teriam maiores incentivos de monitorar de forma cuidadosa as atitudes do corpo executivo. Wyatt (1990 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003) documentou relação positiva entre o número de conselheiros externos e a riqueza gerada aos acionistas.

Outra preocupação diz respeito ao número de integrantes. Jensen (1993 *apud* LEAL; SILVA, 2005) usa o argumento de que conselhos com muitos integrantes tendem a perder agilidade na tomada de decisão. Por outro lado, Silva e Leal (2005) afirmam que um conselho muito pequeno dificulta o acesso de pequenos investidores, o que implicará num maior risco de expropriação de riqueza dos minoritários e conseqüentemente poderá refletir no valor das ações. Uma sugestão é feita pelo IBGC, para o qual o número de membros deverá situar-se entre cinco a nove pessoas.

O tempo de mandato para cada membro do conselho é outro critério também analisado. Para o IBGC, o tempo deve ser de um ano. Silva e Leal (2005) analisam este período como um tempo ideal, em que se torna mais fácil e rápido eleger um membro que represente os minoritários. Para o caso específico brasileiro, outra ferramenta que auxilia os minoritários neste objetivo é o uso do voto múltiplo

em que cada acionista pode usar todas suas ações para votar em um só candidato. Mandatos curtos também previnem que conselhos sem competência perdurem por muito tempo, o que poderia causar maiores prejuízos ao patrimônio da empresa. Caso realizem um bom trabalho, podem ser reeleitos e continuar na missão.

Um último aspecto relacionado a este tema é a presença do Conselho Fiscal. Este conselho exerce função parecida a um comitê de auditoria, e pode ser permanente ou transitório. Para Silva e Leal (2005) é desejável que se tenha um conselho permanente.

2.2.4 Disclosure

Termo da língua inglesa que significa transparência, ou seja, a qualidade e o nível de divulgação das informações que a empresa utiliza, para evitar a assimetria de informação. Quanto mais informação for divulgada ao mercado e melhor a sua qualidade, a empresa vai colocar todos seus interessados em condições semelhantes quanto ao nível de informação, o que deverá reduzir a ação de *insider traders*. Além disso, uma administração que nada oculta de seus investidores, aumenta o nível de confiança dos mesmos. De acordo com pesquisa feita por Coombes e Watson (2000 *apud* BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003), oitenta por cento dos investidores aceitam pagar um prêmio em ações de firmas bem administradas.

Outro aspecto importante diz respeito às normas contábeis utilizadas pela empresa. Por exemplo, o IBGC indica que os resultados contábeis sejam divulgados em US GAAP². A contratação de empresa renomada para auditoria independente também é um fator positivo.

2.2.5 Direitos dos acionistas

O conjunto de direito dos acionistas ao se adquirir uma ação também é relacionado a práticas de governança. Entre o conjunto de direitos tem-se: a política de recebimento de dividendos; condições ofertadas ao acionista minoritário com relação aos controladores – *tag along*– quando da transferência de controle da

² Norma de contabilidade utilizada nos Estados Unidos da América

empresa; direito a voto nas assembleias da empresa; possibilidade de eleger um representante no conselho; percentual de capital mínimo necessário para convocar uma assembleia extraordinária.

2.3 Governança Corporativa – Uma visão complementar

Um dos objetivos da governança é reduzir os custos de agência. Daily, Dalton e Cannella (2003) oferecem uma visão adicional ao tema. Em artigo publicado, citam três outras linhas de raciocínio que podem ser mais efetivas para explicar determinados aspectos do problema.

A primeira teoria citada, traduzida como dependência de recurso, dá um novo arranjo ao papel dos membros de um conselho, que é o de ser uma espécie de fronteira entre a empresa e o ambiente em que se insere, daí tem-se a origem do nome. Por esta teoria os membros do conselho agiriam como provedores de recursos ambientais de que a firma necessita. Por exemplo, conselheiros externos que pertencem a uma firma do ramo financeiro podem prover a empresa com linhas de crédito favorável.

A segunda teoria, denominada *Stewardship*, possui significado próximo a servir ao ambiente em que se insere. Não se trata de apenas questionar os custos de agência, na qual os executivos são oportunistas e agem para seu próprio interesse, nem de considerar os diretores e executivos como pessoas altruístas. O pensamento trata-se de observar que haverá situações em que o executivo mesmo agindo de acordo com os interesses dos acionistas também suprirá seus próprios interesses (Lane, Cannella e Lubatkin, 1998 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003). Ao servir de forma eficiente aos interesses da empresas, os executivos também administrarão suas próprias carreiras na forma adequada.

Em linha com este pensamento, Malvessi (2000) inicia seu raciocínio por duas medidas de desempenho financeiro, que são: EVA, valor econômico adicionado, valor encontrado subtraindo-se lucro operacional pelo custo do capital investido; e o MVA, valor de mercado da empresa, sendo este o valor presente dos EVAs futuros. O EVA usa conceitos de lucro econômico, que é mais efetivo que o lucro financeiro, pois leva em conta os custos de oportunidade de tal empreendimento. Para o caso brasileiro um custo de oportunidade pode ser o

rendimento da poupança ou da taxa SELIC, ou seja, abrir mão destes rendimentos para se arriscar em algum outro empreendimento. Para o autor, esta deveria ser a verdadeira medida de valor buscada pelos gestores, já que transmite mais transparência no desempenho da empresa, incentiva a busca por maior eficiência operacional e vai de encontro aos objetivos dos acionistas.

O terceiro e último pensamento teórico, denominado perspectiva de forças, relata particularmente a relação de forças entre membros de um conselho e o seu respectivo CEO. Embora os membros tenham legalmente o maior poder, o CEO pode tomar algumas atitudes que enfraquecem a força do conselho. Um exemplo é dado por Cannella e Shen (2001 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003), onde o CEO pode simplesmente passar a demitir seus viáveis sucessores e assim influenciar na escolha do processo. Monks e Minow (1991 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003) também dissertam sobre o tempo de convivência entre o CEO e os membros do conselho, que ao passar do tempo, podem criar alguma relação moral que dificulte aos conselheiros desafiarem o CEO.

Dentro do campo prático, Daily, Dalton e Cannella (2003) elegem três temas centrais para serem mais pesquisados. O primeiro tema está na missão de supervisão delegada ao conselho onde Johnson et al. (1996 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003) afirmaram ser necessário rever o peso dado aos membros de conselho em monitorar os executivos. Uma forma mais eficaz seria atuarem como assistentes dos executivos no processo de atrair recursos produtivos para a empresa, mantendo assim uma relação de confiança com os diretores, sempre com certa distância para não prejudicar o processo de monitoração.

O segundo tema versa sobre o ativismo dos acionistas, quando tomam providências para preservar o seu patrimônio. O pensamento comum é que investidores institucionais são um dos principais protetores do grupo dos acionistas em virtude de seu porte elevado. Bethel e Liebeskind (1993 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003) observaram que acionistas que possuem grandes fatias do capital tem duplo incentivo para tomar iniciativa de monitoração, primeiro por ter um pedaço considerável, e também por tentarem exercer sua influência para realizar mudanças que acreditam ser benéficas. Em pesquisa realizada, não houve evidência significativa de controle ativo do investidor para gerar mudanças que melhorassem o desempenho da firma. Também se observa que há investidores institucionais não totalmente desvinculados da direção da empresa, fato que inibe a

participação ativa do grande investidor. Além do mais, vê-se que alguns desses poderosos investidores não tem interesse em exercer participação ativa, seja porque preferem diversificar suas aplicações para buscar um retorno similar a um índice de ações, ou porque não querem arcar os custos de agir como tal. Participação ativa pode ser até nove vezes mais caro que agir passivamente ou investir de maneira diversificada, (Makin, 1993 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003)

Por último, é citada a importância da governança durante períodos de crise. Pela Teoria da Agência, a atitude a se tomar neste problema pode prejudicar ainda mais o estado da firma. Por Hambrick e D'Aveni (1988, 1992 *apud* DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003), a decisão seria trocar rapidamente a direção que não apresenta resultados, mas isto é feito de forma tão rápida que nenhuma nova direção tem tempo suficiente de implantar suas estratégias de recuperação da empresa. Ainda pela teoria da firma, há uma contradição na forma de agir que é a concepção de que só há bons executivos nas empresas de alto desempenho. Com isto em evidência, não se pode esperar que algum desses queira sair de seu posto confortável para tentar salvar uma firma em falência. Logo de nada adiantariam trocas sucessivas dos cargos de comando.

Para finalizar este estudo, Daily, Dalton, e Cannella (2003) citaram duas barreiras que inibem o aprofundamento em temas complementares da clássica de teoria da agência. Primeiro, é a própria dificuldade de se ter acesso e processar os dados de informação, já que muitos executivos consideram arriscado abrir as portas de seu local de trabalho para entes externos avaliarem tudo o que estiver à volta. Além disso, citam o dogmatismo empírico, em que muitos pesquisadores relutam em direcionar as suas pesquisas para novos caminhos, e como consequência apenas refazem o trabalho de outros estudos já publicados.

2.4 Governança no Brasil

2.4.1 Levantamento Histórico

Com o foco um pouco atrás na história brasileira, na década de 70, algumas medidas deram início a um incentivo no desenvolvimento do mercado de capitais. Foi criada a CVM, responsável por fiscalizar o mercado acionário brasileiro, também

foram dados incentivos fiscais ao investidor estrangeiro para comprar papéis. Um dos receios das empresas familiares brasileiras, que eram maioria na época, era o de perder o controle da empresa ao emitir ações no mercado. Para combater isso, a Lei das Sociedades Anônimas autorizou a emissão de ações sem direito a voto. Dessa forma, deu-se indiretamente incentivo a um dos problemas que impedem as boas práticas de governança, que é a disparidade entre ações com direito a voto e ações que não detém este poder. Além disto, a CVM, órgão fiscalizador, não possuía toda a estrutura necessária para efetivamente exercer suas atribuições. Carvalho (2002) cita como exemplo disto a instabilidade dos diretores da autarquia que não tendo mandato administrativo, podem ser tirados do cargo a qualquer momento pelo Presidente da República. Evidenciada esta condição, deter ações que não dão direito a voto nas decisões, e não ter um ambiente devidamente regulado implica em deixar o investidor minoritário em posição passiva, totalmente dependente da decisão de terceiros.

A partir de 1990, com a abertura da economia brasileira, e a falência de empresas, que tiveram descobertos inúmeros esquemas de fraude, o país passou a ter maior preocupação com uma administração mais transparente. O movimento foi também impulsionado pelo processo de privatização intenso que sofreu a economia brasileira que necessitava atrair bastante capital para o sucesso dos leilões. Assim, a presença de investidores institucionais começou a aumentar, entretanto nova medida contrária às boas práticas de governança foi tomada, que foi a permissão de retirar o *tag-along* e o direito de recesso dos minoritários, anunciados pela lei nº. 9.457/97. Embora tenham ocorrido fatos negativos à implantação de melhores padrões de governança, a estabilidade econômica após o plano real e a crescente internacionalização das empresas brasileiras, que cada vez mais passaram a procurar o capital externo e emitir ADRs, deixou claro que sem um maior profissionalismo na gestão empresarial, não haveria como desenvolver o mercado financeiro brasileiro. Em 1998, La Porta et al. (1998 *apud* CARVALHO, 2002) observaram sob a ótica da proteção do investidor a qualidade de governança entre diversos países, incluindo o Brasil. Com base nos direitos do acionista, nível de *disclosure*, eficiência do sistema judicial e nível de corrupção, o resultado obtido apontou fraco desempenho do Brasil em todos os requisitos, o que mostra que um investidor terá dificuldades para resolver suas pendências caso necessite de ajuda do governo e do sistema judicial.

Neste contexto, por volta do fim da década de 1990, o mercado brasileiro passou a efetivamente implementar novas práticas de gestão. No próximo item são destacadas algumas das medidas do próprio governo brasileiro para o fortalecimento do mercado financeiro, que parece concluir o mesmo que La Porta et al. (2000), segundo o qual o desenvolvimento do mercado é promovido por maior proteção aos investidores.

2.4.2 A nova Lei das S.A

Em 2001, por meio da lei nº 10.303/2001 e em 2007, por meio da lei nº 11.638/2007 foram redigidos novos artigos para a lei das sociedades anônimas. Segundo a lei nº. 10.303/2001, foi resolvido parcialmente o antigo problema criado originalmente pela Lei das S.A, que era o da proporção máxima de ações preferenciais no capital da empresa, que passou de 66% para 50%. É um percentual que não chega ao nível ideal, mas reduz o espaço dos acionistas controladores para vender o capital da empresa sem abrir mão de privilégios. Com esta lei, também foi devolvido o *tag along* de pelo menos 80%, no caso de transferência de controle da empresa, ou seja, os minoritários que possuem ações ordinárias terão direito a pelo menos 80% do valor recebido pelo bloco de controle. A CVM, criticada, passa a funcionar como uma autarquia de regime especial, tal como é constituído o BACEN. Com a lei nº11.638/2007, fica obrigada toda empresa, sendo ou não constituída por ações, com ativos de R\$240 milhões, ou receitas anuais acima de R\$300 milhões a divulgar demonstrações financeiras e sofrer auditoria externa de profissional certificado pela CVM. Com mudanças em diversas nomenclaturas dos grupos de conta contábil, o governo visa adequar as normas contábeis brasileiras aos padrões internacionais, o que eleva a qualidade do *disclosure*. Por norma da CVM, a partir de 2011, toda companhia aberta terá de divulgar suas informações contábeis no padrão IFRS (Padrão Contábil Internacional).

2.4.3 Governança diferenciada na BM&FBOVESPA

No interesse de seguir a nova onda de pensamento do mercado financeiro, e sendo ela uma das grandes beneficiadas pelo desenvolvimento do mercado

acionário brasileiro, a Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA resolveu tomar medidas para incentivar o fomento do mercado brasileiro. No fim do ano 2000 foi criado o Novo Mercado e os segmentos de listagem diferenciados³.

A começar no segmento denominado Nível 1, considerado a porta de entrada da empresa que deseja exercer práticas diferenciadas de governança corporativa com menores exigências, que são:

- Adicionar às informações trimestrais, demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Realizar reuniões públicas com analistas e investidores, anualmente;
- *Free Float*⁴ de 25%;
- Adotar em ofertas públicas mecanismos que incentivem a dispersão de capital.

Para fazer parte do Nível 2, a empresa interessada deverá satisfazer todas as obrigações do Nível 1, e adicionalmente:

- Apresentar demonstrações financeiras em US GAAP ou IFRS;
- *Tag along* de 100% para ações ordinárias, e 80% para ações preferenciais;
- Adesão à câmara de arbitragem, para conflitos societários;
- Conselho de no mínimo 5 membros, reeleição e mandato de até 2 anos.

Último e mais exigente nível de governança, o Novo Mercado mantém todas as medidas anteriores e, além disso, também:

- Capital formado somente por ações ordinárias com direito a voto;
- *Tag along* de 100% a todos acionistas.

Vale ressaltar que todas estas medidas nada tem a ver com alguma força de legislação, qualquer adesão a estes acordos é totalmente voluntária. Apesar disso, muitas das empresas que abriram o capital posteriormente à criação destes segmentos optaram por aderir ao Novo Mercado, com vistas a um aumento na atratividade de suas ações. As que já possuíam capital aberto anteriormente também podem pleitear a entrada nestes novos seguimentos, contanto que cumpram os requisitos. Da mesma forma, uma empresa que deixar de atender todas as exigências poderá ser excluída do grupo.

³ Informação extraída do site oficial Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBOVESPA

⁴ Percentual de ações do capital social da empresa, livremente negociado em bolsa de valores.

Um dos maiores avanços para a segurança legal dos acionistas é o uso da Câmara de Arbitragem. Por ela, qualquer acionista minoritário que se sinta lesado pode entrar com uma ação, sem precisar recorrer ao sistema judicial tradicional que é muito mais lento. Neste modelo, a decisão tem o prazo máximo de seis meses para ser conhecida, não cabendo recurso por nenhuma das partes. Além disto, o julgamento é feito por juízes especializados na área financeira, o que facilita que a decisão seja a mais justa possível.

2.5 Governança Corporativa no Mundo

2.5.1 Estados Unidos

Um dos pioneiros do movimento, ao lado da Grã-Bretanha, o mercado de capitais norte-americano se destaca por haver forte pulverização do capital nas suas empresas. Diferentemente do que se acreditava, este fato se aplica quase que exclusivamente aos EUA e Grã-Bretanha, (La Porta et al., 1997, *apud* CARVALHO, 2002). Mas somente isto não é suficiente para se manter uma cultura eficiente de proteção ao investidor. De fato ocorreram diversos escândalos de fraudes ocorridos no país como Enron, Tyco e WorldCom⁵. Por pressão de investidores institucionais, as empresas passaram a voluntariamente incrementar suas práticas de gestão, tomando como base os pilares de governança aqui já explicitados.

2.5.2 Alemanha

Exemplo mais próximo à realidade brasileira, a Alemanha é também um país de forte concentração de capital acionário. De acordo com Senhoras, Takeuchi e Takeuchi (2006), seu modelo de Governança se distingue por priorizar o equilíbrio entre todos *stakeholders* (acionistas, empregados, fornecedores). No conselho de administração de uma empresa deve sempre haver um representante dos seus próprios empregados. Estas características se originam do seu modelo de

⁵ Grandes corporações norte-americanas de capital aberto, que após a falência tiveram diversos esquemas de fraude expostos ao público.

industrialização que foi muito controlado pelo estado. Similar a outras regiões do mundo, o incremento de governança teve seu grande impulso na década de 90, ajudado por empresas alemãs que buscavam o mercado norte-americano. Da bolsa alemã⁶, em 1997, surgiu uma das inspirações para a criação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, que foi um segmento de negociação diferenciado dentro da bolsa de Frankfurt, denominado *Neuer Market*. Foi utilizado por empresas em crescimento que necessitavam apresentar maior proteção do investidor para que este aceitasse investir em capital de risco. Durante o período inicial do novo segmento, verificou-se o sucesso da idéia pelo incremento no número de IPOs⁷.

2.5.3 Japão

Senhoras, Takeuchi e Takeuchi (2006) constatam que decorrente da cultura do coletivismo, o Japão é conhecido pela alta valorização dos seus empregados – um único emprego para toda a vida – e por ter controles empresariais de base familiar. O sistema bancário é formado por diversos bancos unidos entre si. Com uma taxa de juros baixíssima⁸, logo um baixo custo de capital, as empresas culturalmente priorizam crescimento e participação de mercado, ao invés dos lucros. Porém, com a globalização, que trouxe a competição externa, as empresas tiveram que fazer adaptações ao seu modelo de gestão para melhor concorrer no mercado mundial.

2.5.4 Coreia do Sul

A nação coreana atravessou, em 1997⁹, notória crise relatada por diversos meios de comunicação. Joh (2003) fez detalhado estudo sobre os diversos fatores que culminaram com a crise. Interessante é o fato de que, para o pesquisador, esta crise foi gerada por um contínuo processo de deficiente uso das práticas de governança. As leis coreanas permitiam que as empresas familiares tivessem seus

⁶ Informação do site BM&FBOVESPA

⁷ IPO – Oferta Pública Inicial

⁸ No dia 30/04/2010, na reunião do Banco do Japão, foi mantida a taxa básica de 0,10% a.a.

⁹ Crise Asiática

donos no controle das decisões com pequenas fatias do capital. Claessens et al. (2000 *apud* JOH, 2003) mostraram que 80% das firmas coreanas tinham o seu presidente ligado à família proprietária ou ao acionista controlador. Além disso, faziam uso de permissão da lei para manter o controle da empresa, apesar da posse de pequena fatia do capital.

A posse de capital em mãos dos pequenos investidores era muito dispersa. Pela lei coreana, a maior parte dos direitos dados ao investidor requeria que este tivesse pelo menos 5% do capital da empresa, o que tornava quase inviável para os pequenos investidores a oportunidade de se opor aos controladores. Outro problema observado, conseqüente de mercados emergentes, é a associação de empresas a grandes grupos empresariais, já que em mercados pouco desenvolvidos estes levam vantagem em operações como a redução de custos em negociações intra-grupo e podem barganhar por taxas de financiamento mais baixas que a média (Khanna e Palepu, 2000 *apud* JOH, 2003). Este fato cria oportunidades para que estes grupos transfiram recursos entre suas diversas empresas, com o objetivo de aumentar a riqueza do acionista controlador, e como efeito também destroem o valor dos acionistas minoritários, fato conhecido como *tunneling*¹⁰.

Além do que já foi citado, as empresas coreanas apresentavam uma alta taxa de endividamento sobre o patrimônio líquido. Este panorama pode induzir os investidores de responsabilidade limitada¹¹ a aceitarem investimentos mais arriscados, na esperança de altos lucros para compensar o alto custo de capital de terceiros (Stiglitz e Weiss, 1981 *apud* JOH 2003). Contudo este fato não se concretizou, e as empresas coreanas tiveram rendimentos abaixo da média mundial. O retorno de capital se situou abaixo do seu custo de captação por quase dez anos que antecederam a crise.

Com péssimas práticas de governança no seu ambiente interno, grandes grupos empresariais coreanos faliram. Isto deflagrou uma corrente de inadimplência local, que instaurou uma crise geral no mercado local (Joh, 2003).

¹⁰ Informação obtida no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC

¹¹ Investidores que não respondem pessoalmente pelas obrigações da empresa.

2.6 Impactos na adoção da Governança Corporativa

2.6.1 Desempenho da corporação

O presente subitem tem como objetivo abordar os reflexos no desempenho individual das empresas, e é útil citar o caso sul coreano. Países emergente como o Brasil, Joh (2003) e Baek, Kang e Park (2004) analisaram o desempenho das empresas sul coreanas.

No período que antecede o colapso econômico, Joh (2003) observou que as empresas com maior disparidade entre a posse de direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa atingiram menores taxas de lucro. Ele também concluiu que as empresas afiliadas a grandes grupos empresariais – comuns em países emergentes, que tem maior dificuldade na captação de financiamentos – tiveram menor lucratividade, possivelmente provocado pelo uso ineficiente do capital de uma empresa para investimentos sem rentabilidade em outras empresas mal geridas do mesmo grupo empresarial.

Ao fazer análise durante o período da crise, Baek, Kang e Park (2004), tendo como referência a razão entre lucro líquido e ativos totais, observaram que empresas com acionistas estrangeiros apresentaram uma taxa maior do que aquelas lideradas apenas por grupos empresariais coreanos.

No Brasil, outros estudos mostraram resultados similares aos encontrados na Coreia do Sul. Silva e Leal (2005) construíram um índice para mensurar a aplicação da governança corporativa nas empresas brasileiras, com base em quatro categorias: *disclosure*; composição e funcionamento do Conselho de Administração; estrutura de propriedade e controle; e os direitos dos acionistas. No estudo, realizado nos anos de 1998 a 2002, foi encontrado um ROA¹² médio maior para as empresas com maior pontuação no índice criado pelos autores. Mais recentemente, Silveira, Leal, Barros e Silva (2009), por meio de outra *proxy* capaz de mensurar o nível de governança no Brasil – novamente caracterizada pela composição de quatro categorias de análise, com a diferença em relação ao índice proposto por Silva e Leal (2005), a retirada da estrutura de propriedade e controle e a inserção de

¹² *Return on Assets* – Significa o retorno sobre os ativos, calculados por: EBITDA/Ativos.

ética e conflitos de interesse – concluíram que as empresas que possuíam ações listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e também aquelas emissoras de ADRs do nível 2 ou 3 – regras de governança mais rígidas – atingiram maior ROA. Isto sugere que, uma vez listadas e obrigadas a se enquadrar nestes níveis de exigência maiores, a empresa passa a efetivamente obter os ganhos por sua gestão diferenciada. É interessante também observar que as empresas com maior concentração de propriedade apresentaram menor lucratividade, o que contraria alguns estudos que afirmam ser mais benéfica a concentração acionária pela maior facilidade do majoritário em fiscalizar o funcionamento da empresa. Neste mesmo estudo, observaram-se aspectos positivos da presença de grandes investidores, mas somente quando não ocorre o monopólio do controle em apenas um grande investidor. Isto converge com o pensamento de Morck, Shleifer e Vishny (1988 *apud* LEAL, 2004), que afirmam que a redução nos conflitos de interesse e outros benefícios não é mais compensada quando há o excesso de concentração de votos em um investidor apenas, devido à maior probabilidade de expropriação.

Okimura, Micheli e Rocha (2007), não encontraram uma clara tendência para afirmar que há influência no desempenho das empresas. Ao fazer análise de regressão, da medida de Lucro Operacional sobre os Ativos totais com a disparidade de direitos de controle e propriedade, foi encontrada uma relação positiva, entretanto ao fazer o mesmo teste utilizando a medida do LAJIRDA¹³ encontraram uma relação negativa, logo não houve uma clara tendência neste estudo.

Gompers, Ishii, e Metrick (2003) fizeram uso do *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), como fonte de dados para a criação de um medidor de governança e fizeram o estudo em cima do mercado norte-americano. O índice foi construído com base em medidas que limitam os direitos dos acionistas, assim quanto maior é o valor, pior são as condições para os investidores. Ao estudar a relação deste índice com medidas de desempenho, os resultados encontrados foram uma relação negativa entre margem líquida e crescimento das vendas, assim como no retorno sobre o patrimônio, embora este último não possua forte evidência estatística. Logo, se conclui que para as três medidas operacionais, quanto mais o controle da empresa adotava medidas antidemocráticas com os acionistas, pior era a sua performance individual.

¹³ Lucro antes de juros, imposto de renda, amortização e depreciação.

Não diretamente observáveis sob a ótica do desempenho, mas que decididamente exercem influência são o investimento de capital e a cultura de aquisições. Estes dois aspectos são citados por Jensen (1986) como reflexo do custo de agência criado pelo excesso de caixa disponível na empresa, que acaba por aumentar o poder dos gestores, já que possuem mais recursos sob seu controle. Em ambos, Gompers et al. (2003) encontraram correlação positiva com o índice de governança. Uma explicação para tal é a tendência dos maus gestores de entrar em projetos sem rentabilidade por interesses pessoais. Quanto a aquisições de outras empresas, os autores baseiam-se em evidências de retornos anormais negativos para as empresas compradoras. Pela base de dados dos autores, do período de 1990 a 1999, apenas metade das aquisições foi pelo seu preço justo, o que indica grande alocação ineficiente de capital, e como consequência uma deterioração no desempenho das empresas adquirentes.

Um estudo de abrangência global é feito por Brown e Caylor (2004). Com base em um índice de governança corporativa pela *International Shareholder Services* – referência mundial na administração de dados para avaliação de práticas de Governança Corporativa –, foi feita análise de regressão contra indicadores de performance. Um dos resultados encontrados é que empresas com piores práticas de governança tem desempenho pior. Este resultado se apóia em diversas medidas financeiras como: retorno sobre ativos, retorno sobre investimentos e retorno sobre patrimônio. No mesmo estudo verificou-se maior distribuição de dividendos aos acionistas, assim como *dividend yield*¹⁴ superior.

2.6.2 Desempenho das ações no mercado financeiro

Inicialmente com foco no mercado Brasileiro, diversos artigos avaliaram os impactos nas ações das empresas sob a ótica do risco e retorno. Silveira et al. (2009) observaram que empresas que aderem às práticas de governança do Nível 2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA possuem maior Q de Tobin, assim como as empresas que possuem maior quantidade de ações com voto sobre a quantidade total. Silva e Leal (2005), ao criar um *ranking* de qualidade de governança,

¹⁴ Retorno dos dividendos: Dividendo/Ação

apontaram que somente 4% das empresas brasileiras possuem boas práticas e que estas apresentam maior Q de Tobin, embora o resultado encontrado pelos autores não possua forte significância estatística. Leal e Bortolon (2009), em breve estudo sobre as ações brasileiras durante a última crise internacional de 2008, elaboraram dez carteiras de ações baseados em dez mecanismos de governança que podem diferenciar as empresas. O resultado encontrado foi que somente em duas das dez categorias – *disclosure* e presença de membros independentes no Conselho de Administração – houve maior retorno das ações durante o período estudado.

Lameira, Ness-Júnior e Macedo-Soares (2007), em pesquisa com 64 empresas da BM&FBOVESPA, buscaram averiguar se já houve impactos na recente cultura brasileira de governança corporativa e chegaram à conclusão de que já há um maior Q de Tobin para as empresas diferenciadas, principalmente as que possuem ADRs e as listadas no Novo Mercado. As empresas que estão listadas no Nível 1 e 2 da BM&FBOVESPA não apresentaram relação diferenciada para o índice Q de Tobin. Este estudo também fez uma consideração sobre o risco das ações utilizando o índice β como medida de risco. Foi confirmada a hipótese inicial dos pesquisadores, do risco ser negativamente relacionado ao valor da empresa. Aguiar, Corrar e Batistella (2004) também observaram que não há influência no desempenho das ações para as empresas listadas no Nível 1 da BM&FBOVESPA. Em estudo realizado com um pequeno grupo de 12 empresas que haviam ingressado no Nível 1 nos seis meses anteriores à pesquisa, todas as 3 hipóteses foram rejeitadas, são elas: aumento na quantidade negociada, aumento no volume negociado e por fim aumento nos preços das ações.

Silva (2004), com base na estrutura de controle e propriedade das empresas no Brasil, formulou hipóteses para analisar a relação com o valor de mercado das firmas, são elas: a concentração de direitos de voto com o controlador; concentração de direitos de fluxo de caixa; e a razão entre as duas anteriores. Pela medida do Q de Tobin confirmaram-se as três suposições. Outra evidência encontrada pelo autor, relativo ao tipo de acionista controlador da empresa, mostra que o governo, comumente referenciado como um risco ao desempenho da organização, – já que possui outros interesses além da obtenção de lucro, como bem estar social e particularidades políticas, – detém as empresas com o mais baixo índice Q de Tobin. No ano 2000, período estudado, os valores Q de Tobin no Brasil eram: governo (Q=0,76), famílias (Q=1,09), estrangeiros (Q=1,10) e investidores institucionais

($Q=1,16$). De forma semelhante, Okimura et al. (2007), também analisaram os efeitos de estrutura da propriedade e controle com foco no valor das ações. No que concerne ao tipo de acionista controlador, o índice Q de Tobin é mais elevado quando o controle está com investidores privados estrangeiros ou nacionais, superando as famílias, fundo de pensão e instituições financeiras. Similar a outros estudos que sugerem um valor máximo de concentração, a pesquisa chega ao valor ótimo de 70% de concentração acionária.

Vieira e Mendes (2004) estudaram os impactos teóricos da boa governança nas ações da empresas, que seriam retornos superiores e menor volatilidade. Para aprimorar os resultados da análise, uma vez que IGC tem forte correlação ao IBrX, (este possuía por volta de 90% das ações do primeiro em sua composição e uma base fixa de ações para a medição foi considerada pelos autores uma forma mais apropriada de se retratar a realidade) foram tomadas como referência as ações dos IGC, IBrX e Ibovespa no ano de 2004. Estas ações passaram a virtualmente compor a carteira teórica dos índices no ano 2001, para então se calcular a variação do IGC, IBrX e Ibovespa. Feito este ajuste, extraiu-se o rendimento de cada índice entre 2001 e 2004, e foi confirmada a idéia de que a boa governança traz retornos superiores. Com relação ao menor risco, observou-se maior volatilidade no IGC, porém sem significância, e para períodos de retorno negativo o IGC se mostrou com maior rigidez. Outra análise efetuada mostrou que estas empresas tem maior índice Preço/Lucro¹⁵. Isto pode significar que há um prêmio a estas empresas, que assim apresentam retornos menores aos acionistas, já que possuem menor risco. Logo, para essas empresas, há um menor custo de capital, mesma conclusão obtida por Bhojraj e Sengupta (2003), que identificaram nas empresas com boa governança a possibilidade de emitir títulos com menores taxas, visto que o investidor aceita um rendimento menor.

Com foco na análise de risco das ações, Malacrida e Yamamoto (2006), estudaram isoladamente o nível de *disclosure* nas empresas brasileiras para avaliar o impacto desta medida na volatilidade das ações. Com base em um espaço amostral de 42 das 45 empresas pertencentes ao índice Ibovespa de 2002 e os relatórios anuais de 2002, as empresas foram divididas em um *ranking* de *disclosure* para então avaliar o risco, de acordo com volatilidade medida pelo desvio padrão.

¹⁵ Preço da ação dividido pelo lucro líquido por ação.

Com ressalva ao pequeno grupo de estudo e o breve período temporal, o resultado obtido mostrou que as empresas melhores classificadas tiveram significativamente menor volatilidade no período pesquisado – de 2002 a Abril de 2003 – com relação ao grupo das piores classificadas.

Rogers, Ribeiro e Sousa (2007) avaliaram os impactos da boa governança nas ações de empresas brasileiras, no sentido de blindar os seus retornos para riscos do mercado externo, uma vez que se nota a forte dependência do mercado financeiro brasileiro para com os acontecimentos em outros países, principalmente os EUA. Os índices IGC e Ibovespa foram expostos a cinco fatores de risco macroeconômicos, que são: Câmbio, Índice Dow Jones, Risco Brasil, um simulador do Produto Interno Bruto (PIB)¹⁶ real e a taxa Selic¹⁷. O uso do câmbio se explica pela sua importância no mundo globalizado, já que há um número relevante de empresas importadoras e exportadoras no Brasil. O Dow Jones é um dos maiores influenciadores da bolsa brasileira na sua variação *intraday*¹⁸. O risco Brasil mede a propensão dos investidores estrangeiros a investir no país. O PIB é uma excelente medida de performance do crescimento econômico. Por último, a taxa Selic é reflexo da situação nacional quanto aos juros e à inflação da economia. No estudo estatístico para o período analisado de 2001 a 2005, foram obtidos índices R² de 93,84% para o IBOV e 73,29% para o IGC. Isso quer dizer que aproximadamente 93% da variação do Ibovespa é explicada por estes fatores externos, enquanto no IGC esta dependência se dá por volta de 73%. Conclui-se assim, que a boa governança torna as empresas menos vulneráveis a fatores macroeconômicos externos.

Srouf (2005) investigou os benefícios da utilização de mecanismos privados para assegurar o direito dos acionistas, entre eles o alistamento a mercados mais rígidos e a emissão de ADRs. Com este foco, o autor concluiu que empresas que voluntariamente se submetem a controles mais rígidos, apresentam menor volatilidade em períodos de choque, embora isto não seja capaz de limitar os prejuízos causados por um sistema legal ineficiente. Miller (1999 *apud* SROUR, 2005) detectou retornos anormais positivos no período do anúncio da emissão de

¹⁶ Foi usada a medida da Produção Física Industrial (PPIB) mensal.

¹⁷ Taxa básica de juros da economia brasileira, definida pelo BACEN.

¹⁸ Volatilidade ocorrida dentro de um dia de pregão.

ADRs, sendo assim, deduz-se que há uma boa recepção dos investidores com a emissão de ações no mercado norte-americano. Mitton (2002 *apud* SROUR, 2005) investigou a reação de 400 empresas na crise asiática de 1997. Os dados encontrados revelaram que as empresas que possuíam ADR tiveram retorno médio superior em 10,8%, enquanto as que contrataram auditorias independentes de boa reputação mundial – incentivo ao *disclosure* – tiveram retorno médio superior em 8,1%.

Gompers et al. (2003), num período de tempo que corre de 1990 a 1999, avaliaram o desempenho do mercado norte-americano. Ao estudarem o retorno das ações melhores e piores classificadas, com base em um índice de governança próprio, concluíram que as empresas com melhores práticas tiveram retorno anualizado de 23,3%, enquanto as piores classificadas renderam 14%. Os autores analisaram o Q de Tobin, em uma medida de sensibilidade, e estimaram que o aumento de 1 ponto no índice – varia de 0 a 14, e quanto maior for, piores são as práticas de governança – causa uma queda de 11,4% no Q de Tobin. Em 1999, o Q de Tobin encontrado para as melhores empresas do *ranking* foi 56% maior que os das piores empresas do *ranking*.

Pesquisas sobre o tema em países emergentes são mais escassas que em países desenvolvidos, mas uma importante fonte do assunto é feita por Black (2001), que estuda o comportamento entre os valores de mercado e a qualidade de governança corporativa na Rússia. De acordo com o autor, este é um bom exemplo para estudo já que é um país onde há boas leis, mas o cumprimento destas não é muito exigido, similar ao caso brasileiro. Ademais, é um ambiente empresarial que há pouco vivenciou um intenso processo de privatizações, no qual muitas das empresas do governo foram arrematadas por grupos empresariais de reputação desconhecida no mercado internacional. A partir de um *ranking* de governança, e da razão *Valor de mercado/Potencial valor de mercado da mesma firma*, caso esta fosse parte do ambiente financeiro ocidental, o pesquisador fez um estudo para correlacionar ambas as informações. O resultado mostra que no caso russo, o valor de mercado das empresas possui fortíssima relação com a transparência na administração, com um R^2 estimado de 0,81, ou seja, as práticas de governança corporativa explicam 81% do aumento no valor de mercado da empresa russa. Para efeitos de comparação, da melhor e da pior colocada no *ranking* de governança criado, o estudo de sensibilidade prevê um aumento de 700 vezes no valor de

mercado da empresa que passa do último ao primeiro lugar em pontuação no *score* de governança.

Ao se buscar referências em estudos com abrangência mundial, uma fonte é LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002). Este estudo se baseia nos estímulos dados pela proteção legal em cada país e pela posse de direitos do fluxo de caixa da empresa. Tendo como espaço amostral 27 países desenvolvidos, os pesquisadores obtiveram resultados impressionantes para o índice Q de Tobin. La Porta et al. (2000) versam sobre os dois tipos de sistemas legais mais presentes no mundo: a Lei Comum, de origem anglo-saxão tem como características o julgamento dos juízes com base em precedentes e princípios gerais; já os países da Lei Civil, de influência francesa, não permitem aos juízes ir além das leis estabelecidas, que devem julgar apenas no que cabe o mandamento da lei escrita. As evidências mostram que a lei comum é muito mais eficiente para proteger os acionistas, já que uma simples situação não explicitada numa lei gera um buraco livre para os maus intencionados explorarem. Com base nesta percepção, La Porta et al. (2002) obtiveram em modelagem econométrica um aumento de 34% no Q de Tobin, quando, *ceteris paribus*¹⁹, uma empresa se transfere de um país controlado pela Lei Civil para outro de Lei Comum. É também expressiva a variação encontrada nos países com Lei Civil, quando a concentração de direitos de fluxo de caixa aumenta de 20 a 30%, sendo neste caso o crescimento do Q de Tobin em 27%.

Brown e Caylor (2004), em seu estudo global, analisaram a ótica de risco e retorno das ações em um índice de governança corporativa obtido através da *Institutional Shareholder Services* (referência mundial em dados sobre governança corporativa). No que tange à valorização das ações, os pesquisadores obtiveram rendimentos acima da média para as empresas com melhores práticas de governança nos espaços temporais de três, cinco e dez anos. A relação encontrada no espaço de um ano é inconclusiva. Na avaliação de risco das ações de empresas com boa governança, o estudo confirmou que estas empresas possuem menor risco. Das seis medidas de risco, cinco tiveram suas relações com o *score* de governança das empresas confirmadas. Positivamente relacionadas, estão:

¹⁹ Expressão do Latim, significa: todo o mais é constante

1. A relação preço/valor patrimonial: empresas que são melhores vistas pelos investidores, e apresentam melhores perspectivas futuras; possuem este índice maior;
2. Z-score: uma medida de probabilidade de falência, quanto maior o índice menor a probabilidade de falência;
3. Valor de mercado do capital acionário: o autor entende que firmas maiores tem menores riscos.

Negativamente relacionadas estão:

1. Volatilidade: maiores variações, maiores riscos;
2. Beta: Unidade de medida de risco, única variável não comprovada.

Muitos são os resultados encontrados que reforçam a idéia de que as melhores práticas de governança podem melhorar o desempenho das ações e diminuir o seu risco para os investidores. Entretanto, principalmente para o caso brasileiro, que possui uma cultura de governança ainda mais recente que em outros países, não há dados disponíveis para longas séries de estudos, fato esse relatado pela maioria dos autores aqui apresentados, na avaliação de possíveis vieses nos estudos estatísticos.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

O foco desta pesquisa foi avaliar se as práticas diferenciadas de governança corporativa pelas empresas causam a redução do risco em suas ações. Uma das formas amplamente difundidas no campo das finanças para o cálculo do risco de um ativo é o uso do índice β , que captura a variação deste ativo em relação à variação do mercado. O β do índice de mercado deverá ser igual a 1, já que ele será a base do cálculo comparativo. Sendo assim, um β menor que 1 indica que o ativo é menos volátil e, por consequência, menos arriscado que o índice de mercado; um β igual a 1 significa que o ativo tem o mesmo risco do mercado; por fim, um β maior que 1 indica que o ativo possui risco superior ao índice de mercado.

O Ibovespa foi adotado como carteira de mercado, enquanto o IGC foi assumido como indicador do mercado de governança diferenciada. Desta forma espera-se encontrar uma relação de risco relativa entre os índices para poder concluir se realmente o IGC é menos arriscado que a média do mercado.

A forma utilizada para estimar o Beta e fazer a avaliação de risco relativo do IGC perante o Ibovespa foi um modelo de regressão linear simples, com os retornos mensais do IGC (R_t^{IGC}) como variável dependente e os retornos mensais do Ibovespa (R_t^{IBV}) como variável independente.

Tendo como objetivo a descrição da relação entre determinadas variáveis, a pesquisa é classificada como descritiva.

Com o propósito de gerar medidas precisas e confiáveis, por análise estatística, a pesquisa é considerada quantitativa quanto à sua abordagem.

3.2 População e amostra

A amostra utilizada nesta pesquisa foi os valores do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e do Índice Bovespa (Ibovespa). O período estudado foi de Junho de 2001 até Março de 2010, no total de 106 observações mensais.

3.3 Instrumento de pesquisa

O método foi o de regressão linear simples por Mínimos Quadrados Ordinários com desvio-padrão robusto à heteroscedasticidade e à autocorrelação, de acordo com a especificação de Newey-West.

De acordo com a descrição de Hill, Griffiths e Judge (2003), o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) é utilizado para se estimar parâmetros desconhecidos num modelo de regressão simples. Este método busca encontrar a reta na qual as distâncias dos resíduos da série a esta reta seja a menor possível. É utilizado o quadrado dessas diferenças para que os pontos abaixo da reta (valor negativo) não anulem a distância dos pontos acima desta reta (valor positivo).

O objetivo da minimização desta soma dos quadrados é maximizar o grau de ajuste do modelo conhecido como R^2 , um coeficiente de determinação, que indica a proporção da variação total de uma variável dependente explicada pelo modelo de regressão.

Para obter estimativas confiáveis na presença do problema de heteroscedasticidade e auto-correlação dos erros, foi utilizada a especificação de Newey-West, utilizada para o controle destes dois problemas (Wooldridge, 2006).

A Equação 1 apresenta o modelo de regressão.

$$(1) R_t^{IGC} = \alpha + \beta R_t^{IBV} + \varepsilon_t$$

onde:

α : intercepto

R_t^{IGC} : retorno do t-ésimo mês do IGC.

β : parâmetro de risco estimado.

R_t^{IBV} : retorno do t-ésimo mês do Ibovespa.

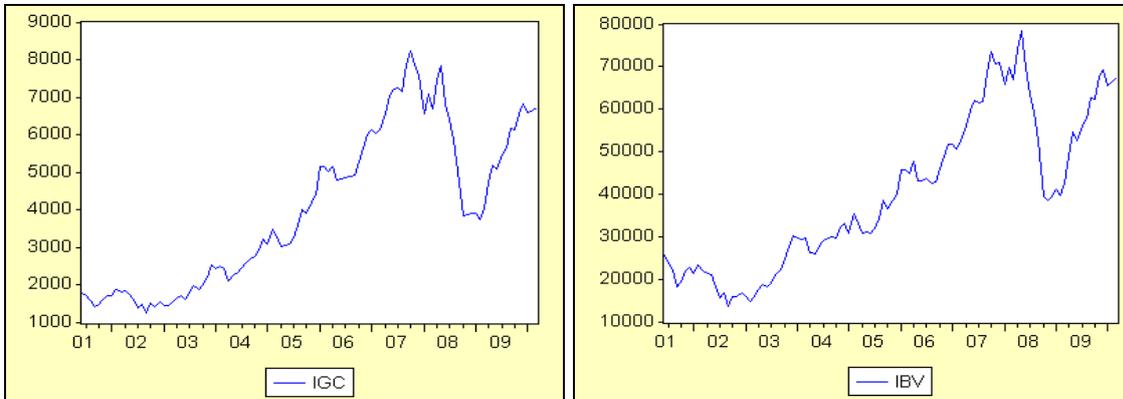
ε_t : termo de erro estocástico de cada período

3.4 Procedimento de coleta e de análise de dados

Os dados foram coletados no sistema Economática e inseridos no *software* Eviews para se estimar o modelo de regressão.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Os gráficos das duas séries temporais estão ilustrados na Figura 1:

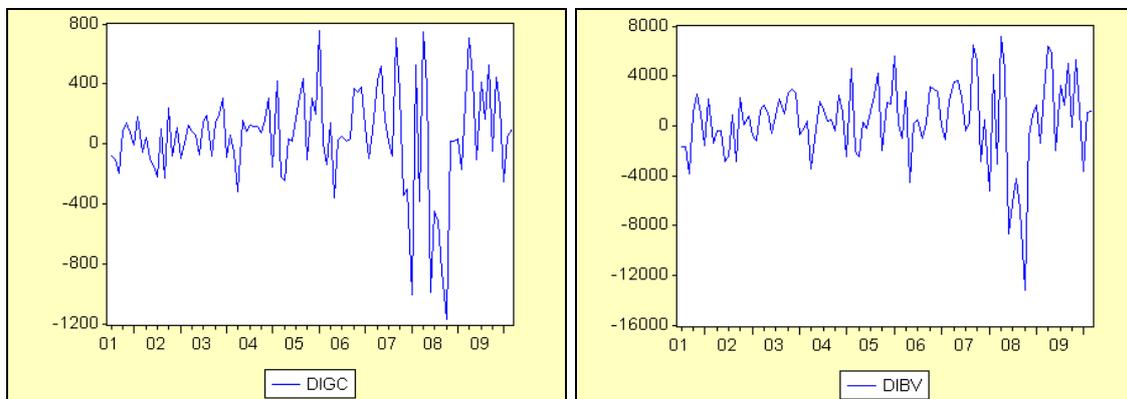


Fonte: Autor

Figura 1 – Pontuação dos índices IGC e Ibovespa de Jun/2001 a Mar/2010.

A valorização semelhante do IGC e do Ibovespa, constatada na Figura 1, insinua forte correlação dos dados. Entretanto, séries temporais podem apresentar o grave problema de tendência ao longo do tempo, ou seja, o crescimento de ambas variáveis ao longo do tempo pode ser explicado apenas pela tendência natural de subida dos preços dos ativos e não pela relação entre os dois índices. Para evitar que este modelo de regressão tenha resultado espúrio, serão realizadas transformações nas séries. Inicialmente é utilizada a primeira diferença das duas séries de preços.

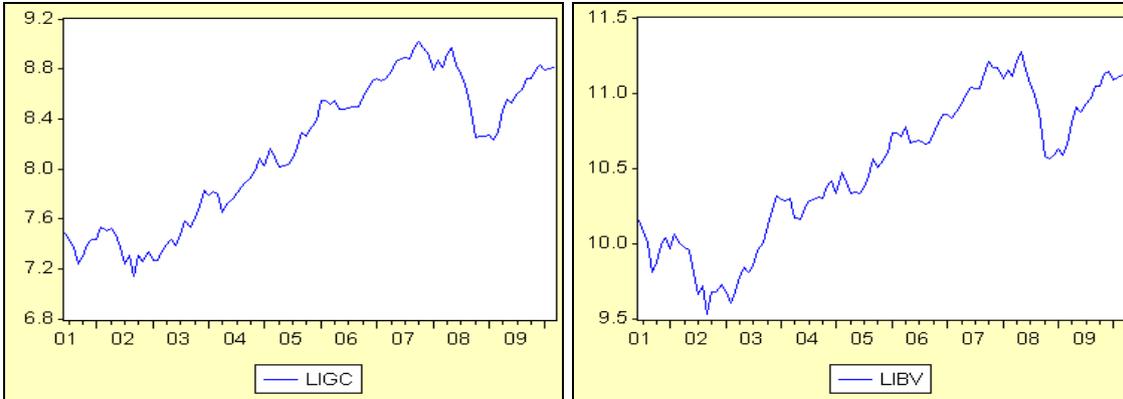
A Figura 2 abaixo mostra o gráfico da primeira diferença das duas séries, denominadas DIGC e DIBV. Pode-se visualizar que ambas as séries não tem variância constante ao longo do tempo, logo são heteroscedásticas.



Fonte: Autor

Figura 2 – Pode-se visualizar nas duas séries que a variância não é constante ao longo do tempo.

Para controlar este problema foi utilizado o Log das séries temporais, denominadas LIGC (IGC) e LIBV (IBV). Os gráficos das duas séries, com transformação logarítmica, estão na Figura 3:



Fonte: Autor

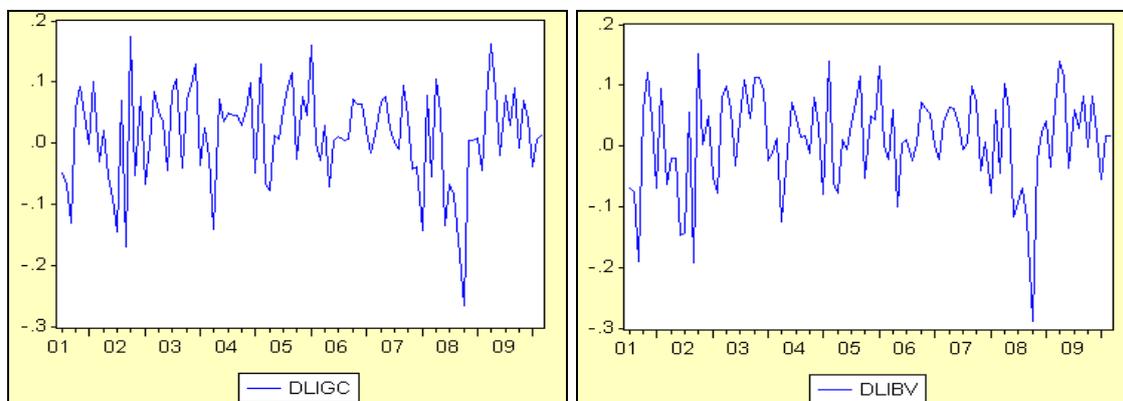
Figura 3 – Séries IGC e IBV transformadas em logaritmo.

Deve-se observar se as séries temporais são estacionárias, já que isto é uma exigência para a estimação de um modelo confiável. Uma das formas de verificar a estacionariedade de uma série temporal é por meio do teste de raiz unitária. Uma série é estacionária quando não possui raiz unitária (Gujarati, 2000)

A ferramenta utilizada foi o teste ADF (Dickey-Fuller Aumentado), que possui em sua aplicação a hipótese nula de que a série em estudo possui raiz unitária. Pelos valores encontrados não se pode rejeitar a hipótese nula de que LIGC e LIBV tem raiz unitária em nível.

Para adequar LIGC e LIBV ao estudo e obter uma série com os rendimentos mensais do período, foi tirada a primeira diferença de ambas as séries em logaritmo, que serão denominadas respectivamente DLIGC e DLIBV.

Segue a forma das novas séries na Figura 4 abaixo.



Fonte: Autor

Figura 4 – Séries DLIGC e DLIBV

A fim de garantir que as duas séries são estacionárias, foi feito o teste ADF de raiz unitária.

A Tabela 1 mostra o resultado do novo teste ADF. Para cada série, foram realizados os três tipos de teste ADF, utilizando Constante; Constante e Tendência; e, sem nenhum dos dois anteriores.

Tabela 1 – À esquerda estão os resultados do teste ADF para DLIGC e à direita para DLIBV.

Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIGC			Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIBV		
Hipótese Nula: DLIGC possui raiz unitária			Hipótese Nula: DLIBV possui raiz unitária		
Exógeno: Constante			Exógeno: Constante		
	Estatística-t	Prob.*		Estatística-t	Prob.*
Estatística - Teste ADF	-9,159236	0,0000	Estatística - Teste ADF	-8,725818	0,0000
Valores Críticos:	Nível 1%	-3,494378	Valores Críticos:	Nível 1%	-3,494378
	Nível 5%	-2,889474		Nível 5%	-2,889474
	Nível 10%	-2,581741		Nível 10%	-2,581741
Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIGC			Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIBV		
Hipótese Nula: DLIGC possui raiz unitária			Hipótese Nula: DLIBV possui raiz unitária		
Exógeno: Constante, Tendência			Exógeno: Constante, Tendência		
	Estatística-t	Prob.*		Estatística-t	Prob.*
Estatística - Teste ADF	-9,114915	0,0000	Estatística - Teste ADF	-8,695886	0,0000
Valores Críticos:	Nível 1%	-4,048682	Valores Críticos:	Nível 1%	-4,048682
	Nível 5%	-3,453601		Nível 5%	-3,453601
	Nível 10%	-3,152400		Nível 10%	-3,152400
Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIGC			Teste de Dickey-Fuller Aumentado - DLIBV		
Hipótese Nula: DLIGC possui raiz unitária			Hipótese Nula: DLIBV possui raiz unitária		
Exógeno: Nenhum			Exógeno: Nenhum		
	Estatística-t	Prob.*		Estatística-t	Prob.*
Estatística - Teste ADF	-5,369247	0,0000	Estatística - Teste ADF	-8,643565	0,0000
Valores Críticos:	Nível 1%	-2,587607	Valores Críticos:	Nível 1%	-2,587387
	Nível 5%	-1,943974		Nível 5%	-1,943943
	Nível 10%	-1,614676		Nível 10%	-1,614694

Fonte: Autor

Conforme verificado na Tabela 1 acima, os valores obtidos na estatística t, para os três testes realizados em cada série, permitem rejeitar a hipótese nula ao nível de 1% de significância.

Após as etapas de ajuste, as séries de dados utilizadas neste estudo possuem as seguintes características:

1. Heterocedasticidade e Auto-Correlação corrigidas por Newey West;
2. Séries são estacionárias (não possuem raiz unitária);
3. Séries DLIGC e DLIBV representam os índices em termos de rendimento, já que a diferença em Logs pode ser utilizada para representar mudanças proporcionais (Wooldridge, 2006). As variáveis do estudo, em termos de rendimento mensal, serão representadas na seguinte forma: $R_t^{IGC} = \Delta \log IGC_t$, e $R_t^{IBV} = \Delta \log IBV_t$.

Considerando que a amostra utilizada nesta pesquisa respeita os pressupostos para a estimativa de um modelo confiável, procedeu-se o cálculo do modelo de regressão. Os valores estimados do modelo de regressão linear simples, mostrado na Equação 1, estão apresentados na Tabela 2:

Tabela 2 - Resultados da estimação da Equação 1.

	Coefficiente	Erro-Padrão	Estatística t	Valor-p
C	0,004157	0,002812	1,478623	0,1423
DLIBV	0,914051	0,035255	25,92715	0,0000
R quadrado	0,869013	Média da Var. Dep.		0,012637
R quadrado ajustado	0,867741	Desvio-padrão da Var. Dep.		0,077271
Erro-Padrão da regressão	0,028102	Critério de Info, de Akaike		-4,287121
Soma dos quadrados dos Resid.	0,081339	Critério de Schwarz		-4,236570
Estatística F	683,3384	Estatística Durbin Watson		2,125704
Prob. (Estatística F)	0,000000			

Fonte: Autor

Pode-se observar nos resultados o valor R^2 aproximado de 0,86. Isto significa que, ao adotar o Ibovespa (variável independente do modelo) como índice de mercado, por volta de 86% da volatilidade do IGC (variável dependente do modelo) é explicada pelo risco sistemático, não diversificável.

O Beta encontrado tem valor aproximado de 0,91 e é significativamente diferente de zero ($t = 25,92$).

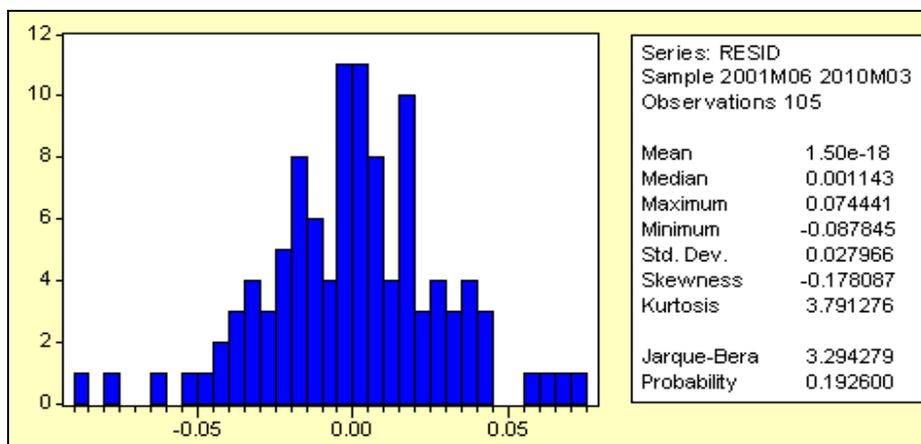
O valor do intercepto não é significativamente diferente de zero, desta forma não há evidências que o IGC tenha obtido retornos anormais, isto é, obtenção de maior retorno perante uma menor taxa de risco quando comparado ao Ibovespa.

Foi feito cálculo da estatística t para a hipótese Beta diferente de 1. Com base na tabela de estatística t, o valor obtido permite rejeitar a hipótese nula (Beta = 1) com 5% de significância. A Equação 2 abaixo apresenta o cálculo:

$$(2) \text{ t calculado: } \frac{0,914051 - 1}{0,035255} = \mathbf{-2,43792}$$

Por último é verificada a normalidade dos resíduos. Esta investigação é necessária, pois os testes de hipótese – como os testes t aqui realizados – assumem que os erros e a variável dependente tem distribuição normal. Se esta hipótese não for confirmada, os resultados estimados pelo modelo de regressão não serão válidos (Gujarati, 2000). Para este problema, foi utilizado o Teste Jarque-Bera, que possui como hipótese nula a distribuição normal dos resíduos.

A Figura 6 mostra o histograma da distribuição dos resíduos e o valor do teste Jarque-Bera. A estatística obtida tem o valor aproximado de 3,29. Por este resultado, não se rejeita a hipótese de normalidade dos resíduos. Dessa forma, os valores estimados no modelo de regressão são válidos.



Fonte: Autor

Figura 6 – Distribuição dos resíduos estimados da Equação 1.

Com os resultados obtidos, pode-se afirmar que a relação de risco entre o IGC e o Ibovespa é positiva e significativa, e que o IGC possui risco inferior ao risco de mercado, quando este é medido pelo Ibovespa, tendo em conta o valor β estimado (+0,91) com valor positivo e menor do que 1.

Por este modelo, espera-se que quando o mercado (Ibovespa) oscilar 1%, as empresas com boas práticas de governança (IGC) terão uma oscilação menor, próxima a 0,91%, reforçando o pensamento que a governança corporativa efetivamente causa impactos positivos para as empresas que a adotam.

Um aspecto observado pelos investidores para tomar suas decisões de investimento é a relação Risco x Retorno. Diretamente proporcionais, um maior risco trará uma maior exigência de retorno. Tomando-se as empresas com boas práticas de governança como menos arriscadas, pode-se deduzir que estas deverão conseguir obter fontes de capital a um custo mais baixo. Isto pode ser realizado, quando se consegue emitir títulos de dívida com taxas de juros menores, tal como afirmado por Bhojraj e Sengupta (2003). Isto pode propiciar uma melhor saúde financeira para a empresa, que terá uma melhor capacidade para fazer investimentos, aumentando a probabilidade de alcançar resultados positivos em suas atividades, que por fim impactarão positivamente no valor de suas ações.

De acordo com o que foi observado neste capítulo, prevê-se que, a partir de um fator (redução do risco), as empresas com boas práticas de governança

corporativa poderão obter uma série de condições favoráveis para as suas atividades, que servirá de impulso para a contínua geração de valor aos seus acionistas.

Além de se beneficiarem internamente, o sucesso destas empresas deverá atrair mais investidores, o que estimulará o desenvolvimento deste mercado de capitais.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este estudo buscou avaliar as práticas diferenciadas de governança corporativa e seu impacto na redução do risco do mercado brasileiro, pela relação do Índice de Governança Corporativa Diferenciada (IGC) com o Índice Bovespa (Ibovespa).

Pesquisas em várias partes do mundo indicam que o aprimoramento destas práticas pode trazer grandes benefícios às empresas. Esta recompensa pode vir de algumas maneiras como: valorização das ações; redução do risco; acesso a fontes de capital com custo menor; redução de conflitos societários; melhoras no desempenho operacional da empresa; e incentivo ao desenvolvimento dos mercados financeiros locais.

Algumas análises em países emergentes demonstraram uma forte sensibilidade do investidor em optar pelas empresas com maior governança. O caso da Rússia, por exemplo, impressiona pela forte aversão do estrangeiro a investir naquele país sem que haja maiores garantias que as oferecidas pelo sistema local.

Embora seja um fenômeno bastante recente no Brasil, é notório o aumento da preocupação da BM&FBOVESPA em amenizar as deficiências do sistema legal, por meio da criação de contratos privados com as empresas de capital aberto. Esses contratos são realizados por meio da adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa no âmbito da BM&FBOVESPA, que são o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Pesquisas apontam que o Novo Mercado é o mais efetivo no sentido de buscar maior transparência e passar maior confiança aos investidores.

O interesse por este assunto está também presente nos proprietários das empresas brasileiras. No mercado nacional, grande parte dos IPOs realizados nos últimos anos foi feita dentro do Novo Mercado. O forte crescimento do mercado de capitais brasileiro na última década e a cada vez mais freqüente emissão de ADRs brasileiros nas bolsas americanas podem ser em parte explicados pela maior qualidade de gestão nas empresas brasileiras.

Não somente aos olhos do grande investidor, mas também para os pequenos investidores, os benefícios das boas práticas de governança são evidentes. Exemplos para isso são: a emissão exclusiva de ações ordinárias que possuem direito a voto; *tag along* 100% aos acionistas minoritários; e utilização da

Câmara Arbitral no Nível 2 e Novo Mercado, que dá maior celeridade e credibilidade nas decisões judiciais. Cabe lembrar que estas são estratégias de gestão não exigidas em lei, sendo de livre adoção pelas empresas que as quiserem implementar.

Apesar dos avanços no mercado brasileiro, ainda persistem algumas características que tendem a gerar custos aos investidores, como: controles piramidais, ações sem direito a voto, e disparidade entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa.

O modelo econométrico de regressão simples, utilizado neste trabalho, buscou capturar a relação de risco entre o IGC e o Ibovespa por meio do índice β . A estimativa obtida é estatisticamente diferente tanto de zero quanto de um, o que indica que entre o IGC e o Ibovespa há uma relação de risco positiva e também que o IGC é menos arriscado que o mercado tradicional, tendo o Ibovespa como índice de mercado.

Apesar do resultado positivo encontrado, algumas ressalvas devem ser feitas ao estudo, dentre elas estão:

1. Existem ações que fazem parte do Ibovespa e do IGC, prejudicando uma análise distinta para os índices;

2. Estão incluídas no IGC as empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Conforme visto, o Novo Mercado tem mais relevância que os outros dois níveis. Uma análise com mais recursos, separando as empresas deste segmento, pode fornecer resultados mais precisos sobre os impactos da governança corporativa;

3. Embora menos conhecido, o IBrX poderá retratar melhor a situação do mercado nacional. O Ibovespa possui forte dependência em algumas empresas – como Vale e Petrobrás – e sua forma de cálculo se baseia na liquidez das ações, e não no valor de mercado das empresas, como é usualmente feito em outros índices de mercado no mundo.

Como recomendação a novos estudos, pode ser criada uma *proxy* para o Índice de Governança Corporativa Diferenciada formada apenas por empresas do Novo Mercado, e outra para um índice de mercado que não contemple as mesmas ações do Novo Mercado. Assim, poderia ser feita uma análise apurada com duas carteiras de ações totalmente distintas.

REFERÊNCIAS

- ANDIMA. **Câmara de Arbitragem**. Disponível em <<http://www.andima.com.br>> Acesso em: 30 mai. 2010.
- BAEK, J. S.; Kang, J. K.; PARK, K. S. Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis, **Journal of Financial Economics**, 71: 265—313, 2004
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors, **Journal of Business**, 76 (3), 2003
- BLACK, B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. **Emerging Markets Review**, 2, 89-108, 2001
- BM&FBOVESPA. **Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em 30 mai. 2010.
- BRASIL. **LEI Nº. 10.303, DE 31 DE OUTUBRO DE 2001**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 10 mai. 2010.
- BRASIL. **LEI Nº. 11.638, DE 28 DE DEZEMBRO DE 2007**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 10 mai. 2010.
- BROWN, L. D.; Caylor, M. L. The correlation between corporate governance and company performance. **Institutional Shareholder Services White Paper**, 2004
- CARVALHO, A. G. de Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, 37 (3), 19-33, 2002
- DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; CANNELLA JR, A. A. Corporate governance: Decades of Dialogue and Data. Introduction to Special Topic Forum, **Academy of Management Review**, 28(3), 371-382, 2003
- GIBSON, M. S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1, p. 231-250, 2003
- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Price. **The Quarterly Journal of Economics**, 118 (1), 107-155, 2003
- GUIAR, A. B.; CORRAR, J. L.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o Comportamento das Ações na BOVESPA: Evidências Empíricas. **Revista de Administração**, 39 (4), 338-347 , 2004
- GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3ª edição. São Paulo: Makron Books, 2000.
- HART, O. Corporate Governance: Some Theory and Implications, **The Economic Journal**, 105 (430), 678-689, 1995

HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. **Econometria**. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 2003.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, Setembro, 2009**. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 30 mai. 2010.

JENSEN, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, **American Economic Review**, 76, 323-329, 1986

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v.3, n.4, p.305-360, 1976

JOH, S. W. Corporate Governance and Firm Profitability: evidence from Korea before the economic crisis. **The Journal of Financial Economics**, 68, 287-322, 2003

KLAPPER, L.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, Elsevier, v.10, n.5, p.703-728, 2004

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANDEZ, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, 58, 3-27, 2000

_____. Investor protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance**, Malden, v.57, n.3, p.1147-1170, 2002

LAMEIRA, V. J.; NESS JR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L.V.A. Governança Corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras, **Revista de Administração**, 42(1) 64-73, 2007

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração**, 39 (4), 327-337, 2004

LEAL, R. P. C.; BORTOLON, P. M. (2009) **A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras e a Crise Financeira de 2008**. In: Renata Weingrill Lancellotti, Joaquim Rubens Fontes Filho. (Org.). Governança em Tempos de Crise. 1 ed. São Paulo: Saint Paul Editora, v. 1, p. 21-37.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidência das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 3, p. 65-79, 2006

MALVESSI, O. Criação ou destruição de valor ao acionista. **Revista Conjuntura Econômica**, v.54, n.1, 2000

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v.1, n.1, art.8, p.119-135, 2007 Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 01/05/2010

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Impactos de fatores macroeconômicos nas melhores práticas de governança corporativa no Brasil. **Revista de Administração**, 42 (3), 265-279, 2007

SENHORAS, E. M.; TAKEUCHI, K. P.; TAKEUCHI, K. P.(2006). A Importância Estratégica da Governança Corporativa no Mercado de Capitais: um Estudo Internacional Comparado. In: III Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia (SEGeT). **Anais...** Resende, 2006

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, 52 (2), 737-783, 1997

SILVA, A. L. C. da Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, 39 (4), 348-361, 2004

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; SILVA, A. L. C. da Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. **Revista de Administração**, 44 (3) 173-189, 2009

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, 59 (4), 635-674, 2005

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, 2004

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance **The Journal of Finance**, 43 (3), 567-591, 1988

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**. São Paulo: Thompson Pioneira, 2006.