



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

GUSTAVO GOMES BASSO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: O impacto da
adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado no risco de
empresas de capital aberto**

Brasília – DF

2011

GUSTAVO GOMES BASSO

GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: O impacto da adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado no risco de empresas de capital aberto

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

Professor Orientador: Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto

Brasília – DF

2011

Basso, Gustavo Gomes.

Governança Corporativa no Brasil: O impacto da adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado no risco de empresas de capital aberto / Gustavo Gomes Basso. – Brasília, 2011.

46 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2011.

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

1. Governança Corporativa. 2. Câmara de Arbitragem do Mercado. 3. Painel de Dados. I. Título: Subtítulo.

GUSTAVO GOMES BASSO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: O impacto da
adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado no risco de
empresas de capital aberto**

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

Gustavo Gomes Basso

Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto
Professor-Orientador

Me. André Luiz Marques
Professor-Examinador

Professor-Examinador

Brasília, 13 de julho de 2011

Para meu Senhor e Salvador Jesus Cristo; e para os meus avós Irineu, Maria e Didi, dedico esse trabalho.

AGRADECIMENTOS

Esse é o primeiro trabalho formal no qual tenho a oportunidade de registrar meu agradecimento às pessoas que me ajudaram a enfrentar os desafios dos meus 26 anos de vida, incluindo esse: a conclusão do meu curso superior. Graças a meu Deus, tenho consciência que não estou sozinho nessa jornada e sei que várias pessoas contribuíram para meu crescimento e resultados obtidos nessa trajetória. Agradeço DIARIAMENTE essas pessoas em oração e quero aproveitar esse “primeiro trabalho” para expressar minha gratidão formal a algumas das pessoas mais importantes da minha vida.

Agradeço a meu Deus pela vida, saúde, sabedoria e todos os recursos e privilégios que tenho. E que eu possa honrar todas essas bênçãos, viver intensamente suas promessas e fazer a diferença nesse mundo.

Agradeço à minha família: meu pai (Julio), minha mãe (Glauce) e meu irmão (Guilherme), por todo amor e carinho e pela estrutura e recursos confiados a mim durante todo esse percurso. Só estou aqui hoje graças a vocês na minha vida, muito obrigado.

À também minha família: tia Riza, tio Zé, Fernanda e Flávia, por assumirem com tanto carinho o papel de “segundo(a)” pai, mãe e irmãos, por todo amor, por todo apoio sempre e por todo companheirismo. E é lógico, aos “agregados”: Denis “Kuba” e André “Jatobinha” (e pai Ricardo), os quais sou muito grato, também, pelo companheirismo, carinho e apoio.

Aos também familiares: tio Neu, tia Fátima e meus padrinhos: tia Sônia e tio Gordo (e família). Obrigado pelo amor e carinho ao longo dessa jornada.

Agradeço aos meus preciosos amigos-irmãos que durante minha vida estiveram ao meu lado, compartilhando maravilhosos momentos de diversão, aprendizado, luta e vitória. Dos tempos de INEI, mais de 15 anos de amizade e por toda vida: João Paulo “Jay Pee”, Grazy, Luiz Alfredo (e família), Daniel de Leon (e família) e o casal Mari (e família) e Alessandro (e família). Dos tempos de Igreja Batista Central de Brasília, onde pude moldar meus valores e crenças e me tornar uma pessoa ainda melhor: André Valença, Guilherme Queiroz, Renato Goes, Paulinho “Trompete” e Pr. Marco. Dos tempos de UnB e outras tantas aventuras, onde, durante os quase 6 anos de amizade, enfrentamos juntos grandiosos desafios,

sempre superando nossos limites e (é claro) nos divertindo muito. Esses anos se tornaram tão intensos e desafiadores que nossas experiências nos transformaram em irmãos de longuíssima data: Felipe “Família” (e família: Jacke, Tati e Milton), Alexandre “Goianão”, Ilo “Cabrito”, Bruno “Shoyu Mastaralho”, Patricia “Paty Sangalo”, Ismael Pamplona “Danada”. Vocês não sabem o quanto são especiais. Amo vocês!

Agradeço aos grandes mestres, em quem pude me espelhar e aprender. Tive a honra de ter os mais diversos professores e mentores, e sou muito grato a eles por tanto crescimento. Destaco entre eles: meu amigo e Professor Dr. José Carneiro, a quem admiro e me espelho, profissionalmente, intelectualmente e como pessoa; os Professores Dr. Pedro Meneses, Me. Pedro Henrique Albuquerque e Me. Rodrigo Ferreira pelo exemplo de dedicação e competência na atividade acadêmica; o Professor Elias Miranda, um grande mestre e instrumento de Deus na minha vida, que através da música contribuiu de forma única para a construção do meu caráter e dos meus valores; e o Seu Feliz, que com sua simplicidade e humildade me fez aprender grandes lições e sempre me apoiou em minhas decisões.

Às tias Kátia Freires e Celly (minhas outras segundas mãezonas!), Túlio Fortuna e Fausio. Por todo apoio, carinho e credibilidade. Nos momentos mais difíceis vocês me apoiaram e foram fiéis aos valores mais preciosos que um homem pode ter.

À Kirlian “Kiki”; Keicinha; Jureminha; Mairão; às Virgens e agregadas (Vivi “Ruiva”, Ritinha, Thais “Maluca”, Renatinha, Eliana “Lilica”, Débora “Bocão”, Darlinha e Sofia); ao Thomás, Lalá e Raoni. Muito obrigado por todo carinho e pelas ótimas bagunças!

À Ludmila Maciel e Shalua “Xaxá” pelo apoio e companheirismo durante o curso e na hora do “desespero final”. Vocês são 10!

Ao meu amigo e “chefão” Gustavo Lima Junior (e sua filha Thais Lima) pela compreensão e apoio nessa reta final.

Ao meu amigo que também me ensina diariamente valores preciosos e é um exemplo de sabedoria e integridade, João Moraes Filho (Batistão) e aos colegas de trabalho, Marcos Thasmo e Fernando Motta, pela companhia e por segurarem a barra durante esse semestre decisivo

Enfim, agradeço a todos meus amigos e colegas que contribuíram para que esse momento pudesse acontecer. Pessoas que tive o prazer de conviver durante

toda minha formação pessoal, escolar, profissional e, nessa última etapa, acadêmica. Obrigado à UnB, ao curso de Administração e aos secretários! Aos meus companheiros de UnB: VALEU GALERA! Vou sentir saudades disso tudo!

O que eu sei me faz ganhar dinheiro. O que eu não sei me faz perder dinheiro. Toda vez que fui arrogante perdi dinheiro, porque quando sou arrogante, acredito mesmo que o que não sei não é importante.

Robert Kiyosaki – Pai Rico Pai Pobre

Habilidade é como você utiliza a técnica na situação do jogo; habilidade é técnica sob pressão. Conhecimento é como você utiliza as informações na situação do jogo; conhecimento é informação sob pressão (...) Conhecimento não é poder, é apenas poder em estado latente.

Chris Brady e Tara C. Brady – Regras do Jogo

RESUMO

Com o objetivo de melhorar os resultados das companhias e fortalecer o mercado acionário, muito se tem estudado e aprendido sobre as técnicas de governança corporativa. Hoje, as tidas "melhores práticas de governança" se tornaram um manual de sistemas, controles e estímulos envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. Especificamente, uma das ações incluída no grupo das "melhores práticas" é a substituição do Poder Judiciário comum pela arbitragem, como meio de solução de conflitos. Medindo-se o risco das organizações no mercado acionário, o presente trabalho tem como objetivo estimar as conseqüências de se adotar a Câmara de Arbitragem do Mercado como mediadora dos conflitos entre as empresas e seus *stakeholders*. Para tanto, foi-se estimado um modelo econométrico de regressão linear múltipla por painel de dados utilizando-se mínimos quadrados ordinários e, posteriormente, mínimos quadrados generalizados para se corrigir o problema de auto-correlação serial. O resultado da pesquisa apresentou uma redução de aproximadamente 7,13% no risco das empresas que adotam a arbitragem como o método de solução litigiosa.

Palavras-chave: 1. Governança Corporativa. 2. Câmara de Arbitragem do Mercado. 3. Painel de Dados.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	24
Figura 2: Distribuição dos resíduos da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQO.....	37

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1: Resultados da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQO. ...36
- Tabela 2: Resultados da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQG39
- Tabela 3: Comparativo dos resultados estimados pelos métodos MQO e MQG39

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Formulação do problema	14
1.2	Objetivo Geral	15
1.3	Objetivos Específicos	15
1.4	Justificativa	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1	Governança Corporativa	17
2.2	Relação, Conflito e Custo de Agência	18
2.3	Características da Boa Governança	19
2.4	As Diferentes Estruturas de Propriedade	20
2.5	As Consequências da Estrutura de Capital do Mercado Brasileiro	21
2.6	Avanços Institucionais: Ações para Fortalecer os Direitos dos Acionistas Minoritários	22
2.7	Segmentos Especiais de Listagem do Mercado de Ações da Bovespa	23
2.8	Arbitragem	26
2.9	Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)	29
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	31
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa	31
3.2	Caracterização do objeto de estudo	31
3.3	Objeto do estudo	32
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados	34
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	36
4.1	Painel de Dados e Regressão por MQO	36
4.2	Correção da Auto-Correlação Serial e Validação dos Resultados	38
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	41
	REFERÊNCIAS	43

1 INTRODUÇÃO

O cenário da governança corporativa no Brasil apresenta consideráveis diferenças em relação ao que é praticado no EUA. O mercado norte-americano é marcado pela pulverização do controle acionário, o que pode implicar na expropriação de riqueza do acionista, já que os gestores possuem maior liberdade de decisão e escolha (BERK; DEMARZO, 2009).

No Brasil, a realidade é marcada por um controle acionário muito mais concentrado, onde os administradores são monitorados facilmente. Os conflitos entre *stakeholders*, na estrutura de capital das empresas brasileiras, estão concentrados no relacionamento entre os diferentes tipos de acionistas: os controladores e os controlados (LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002).

Isso ocorre, porque nesse cenário é apresentada uma alta concentração de propriedade e a existência de um grupo de controle bem definido, diferentemente do que ocorre no EUA. Companhias brasileiras como a CST e o Pão de Açúcar apresentam 94,7% e 94,3% de concentração de propriedade, respectivamente. Ao passo que as norte-americanas IBM e Exxon possuem, respectivamente, somente 6,5% e 4,4% de capital em poder dos acionistas controladores (SILVEIRA, 2006).

O conflito entre acionistas controladores e controlados no Brasil surgem então como uma preocupação no mercado. Com o objetivo de proteger os acionistas minoritários da expropriação dos acionistas controladores, entidades reguladoras brasileiras procuram estabelecer novas políticas, além de estimular a busca pelos melhores mecanismos de controle, estímulos e gestão de suas empresas: as melhores práticas de governança corporativa (LEAL; SAITO, 2003).

Existem vários benefícios derivados da adesão às melhores práticas de governança. Por isso, a então Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, que hoje é a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, BM&FBOVESPA) criou os níveis diferenciados de governança corporativa, com o objetivo de proteger os acionistas minoritários e estimular o crescimento do mercado acionário no Brasil. Tais níveis de governança obrigam as empresas listadas a seguirem regras rígidas no mercado,

por exemplo: a proibição de ações preferenciais; a realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando uma porcentagem fixa do capital, entre outras.

Dentre as várias exigências à listagem nos níveis diferenciados de governança da BM&FBOVESPA, existe a obrigação à adesão da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Ao se optar pela utilização da arbitragem como meio de solução de litígios, abdica-se, portanto, dos meios tradicionais prestados pela justiça comum. A utilização da CAM torna-se, então, um caminho legal, rápido, sigiloso e barato para a resolução de conflitos entre os *stakeholders* das organizações aderentes.

1.1 Formulação do problema

A diferença processual entre as resoluções de conflitos via justiça comum e utilizando-se os meios da arbitragem são óbvias e muito discrepantes (FREITAS, 2006). A rapidez, os baixos custos e o sigilo processual são apenas algumas das mais importantes vantagens do processo arbitral em relação ao praticado pelo Poder Judiciário brasileiro. Assim, a utilização de um caminho mais eficiente para a solução de conflitos reflete um aumento na segurança do exercício do direito, tanto dos executivos, quanto dos acionistas e clientes dessas organizações. Como consequência, Berk e Demarzo (2009, pg. 935) afirmam que:

a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

Contudo, faz-se necessário saber quanto, objetivamente, a melhora nos processos judiciais (a maior segurança para o acionista) influencia no risco das organizações. Logo, qual é o impacto efetivo, no risco da organização, ao se aderir à arbitragem como meio de solução litigiosa?

1.2 Objetivo Geral

O objetivo desse trabalho foi mensurar o impacto da adesão à CAM no risco de empresas de capital aberto.

1.3 Objetivos Específicos

1. Coletar o histórico dos preços das empresas que aderiram à CAM após sua abertura de capital;
2. Mensurar o risco dessas empresas ao longo do tempo;
3. Mensurar a variação no risco dessas empresas antes e depois da adesão à CAM;

1.4 Justificativa

Como citado na seção 1.1 deste trabalho, a adoção de melhores práticas de governança corporativa têm como objetivo maior fortalecer o mercado de ações, aumentando a valorização e a liquidez das empresas de capital aberto (BERK; DEMARZO, 2009). Contudo, o que gera a valorização e a liquidez no mercado é a decisão de um conjunto de pessoas (investidores) em aplicar nesse mercado. Para isso, cada investidor utiliza uma série de critérios antes de decidir onde colocar o seu dinheiro. E um dos critérios mais importantes para a tomada de decisão é o *nível de risco do investimento* (BERK; DEMARZO, 2009).

A criação de segmentos especiais de governança na BM&FBOVESPA, portanto, cria uma série de normas rígidas para aumentar a segurança do acionista e reduzir o risco do investimento (BERK; DEMARZO, 2009). Mas o quanto que cada regra, norma, critério, controle ou compromisso impacta efetivamente no risco da companhia? A adoção de práticas que visam aumentar a segurança do investidor

realmente diminui o risco do ativo? Essas práticas refletem no preço da ação? Se refletem, quanto é esse reflexo?

Ao mensurar o efeito da adesão da CAM no risco das empresas, os investidores estarão municiados de um critério objetivo na hora de aplicar seu capital. Por mais óbvio que sejam os benefícios da arbitragem, a mensuração do seu impacto no risco das organizações de capital aberto permitirá ao acionista gerenciar o risco do seu investimento de forma mais precisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta a revisão de literatura dos principais elementos teóricos pertinentes para a realização e o entendimento desse trabalho. Primeiramente é apresentado o conceito de governança corporativa e conflitos de agência. Também é caracterizado, nesse referencial, o que é tido como “boas práticas de governança corporativa”. Em seguida, faz-se um breve comparativo entre o mercado norte-americano e o brasileiro e como essas diferenças impactam a estrutura de capital das empresas nacionais. É definido o contexto da governança corporativa no Brasil e as medidas tomadas pelos *stakeholders* do mercado em prol do desenvolvimento do mesmo. Tem-se, então, o conceito de arbitragem, seus fundamentos, características e vantagens da sua utilização em relação aos métodos de justiça comum (Poder Judiciário). Por fim, é apresentada a CAM, o detalhamento dos seus procedimentos (como são aplicados nas empresas listadas em bolsa) e quais são os benefícios de sua utilização.

2.1 Governança Corporativa

Silveira e Saito (2008, p. 80) definem governança corporativa como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”. Silveira (2004) destaca a importância do estudo desses mecanismos, já que é bem difundida a hipótese de que as práticas de governança afetam o desempenho das empresas.

Carvalho (2002, p. 19), por sua vez, define governança corporativa de forma genérica, como: “os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”. Sob a perspectiva do retorno esperado aos acionistas, Oliveira Neto (2010, resumo VI) diz que a “governança corporativa pode ser definida como um conjunto de instrumentos que visam garantir aos fornecedores de capital o recebimento dos eventuais benefícios produzidos por seus investimentos” e Silveira (2004) a cita como mecanismos que objetivam maximizar o retorno sobre os investimentos dos fornecedores de recursos. Oliveira Neto (2010) também relata que

a interação entre empresa e acionistas, cuja relação contratual, influenciada por fatores internos e externos à organização, caracteriza a governança corporativa.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é a organização exclusivamente dedicada à promoção da governança e o principal fomentador das práticas e discussões do tema no País (IBGC, 2009, pg. 19).

Segundo o IBGC (2009), governança corporativa é definida 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.

Berk e Demarzo (2009), assim como Silveira e Saito (2008), conceituam governança corporativa com o enfoque no conflito de interesses. Segundo Berk e Demarzo (2009) o termo deriva da tentativa de minimizar fraudes pela aplicação de sistemas de controle, regulamentações e incentivos.

2.2 Relação, Conflito e Custo de Agência

Para entender os conflitos de interesses citados por Berk e Demarzo (2009), primeiramente serão listados os personagens desses conflitos. Jensen e Meckling (1976) definem esses personagens como: o principal; e o agente, onde o primeiro delega, contratualmente ao segundo, autoridade para a tomada de decisões que afetam seu bem estar. E esse é o modelo de relacionamento entre acionista e gestor em uma empresa de capital aberto, definido pelos autores como sendo a relação de agência. Nesse contexto, “se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há boas razões para se acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308), o que origina o conflito de agência.

Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), o principal (acionista) pode limitar as divergências de interesses com os agentes (gestores). Para tanto, ele deve estabelecer incentivos próprios para o agente e implementar ferramentas de controle com o objetivo de monitorar as atividades dos mesmos. Assim, faz com que os

gestores tomem decisões ótimas sob o ponto de vista do acionista. Contudo, é quase certo que essas ferramentas de estímulo, monitoramento e controle apresentem custos para a empresa, chamados custos de agência.

Berk e Demarzo (2009) afirmam que, quando diferentes *stakeholders* de uma empresa possuem interesses próprios, tais interesses podem gerar conflitos de agência. Têm-se, então, outros tipos de relacionamentos e conflitos de agência, como, por exemplo: entre portadores de títulos de dívida e acionistas (BERK; DEMARZO, 2009; SILVEIRA; SAITO, 2008) e entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários (VALADARES; LEAL, 2000; BERK; DEMARZO, 2009). Um exemplo prático do conflito de agência entre credores e acionistas é, segundo Silveira e Saito (2008, p. 82), “a tendência ao subinvestimento quando a empresa está fortemente endividada e há uma probabilidade considerável de falência”. Nesses casos, há um desestímulo ao financiamento de novos projetos com capital próprio. Tais projetos, mesmo tendo um Valor Presente Líquido (VPL) positivo, poderão ter parte ou todo seu ganho absorvido pelo pagamento de juros, não interessando ao acionista. Já entre controladores e acionistas minoritários, o conflito ocorre principalmente pela defesa dos interesses dos acionistas majoritários em detrimento dos outros investidores e será explicitado com maiores detalhes em seguida nesse referencial teórico.

2.3 Características da Boa Governança

Oliveira Neto (2010, p. 39 e 40) define a boa governança como uma atuação sob “regras e procedimentos claros, com elevados níveis de transparência quanto à divulgação de informações”. Segundo o IBGC (2009, p. 19), as boas práticas de governança são a aplicação objetiva de princípios básicos, sendo estes: transparência; equidade (tratamento justo a todos os sócios e *stakeholders*); prestação de contas (*accountability*); e responsabilidade corporativa. Outra importante definição é detalhada por Romano (1996), onde o nível de governança corporativa está diretamente relacionado à eficiência das ferramentas e práticas utilizadas na organização, com o objetivo de se igualar os interesses entre acionistas e gestores.

Vários autores evidenciaram o impacto das melhores práticas de governança no valor da empresa. Gompers, Ishii e Metrick (2003) perceberam essa relação no mercado americano, Silva (2004) e Silva e Leal (2005) no mercado brasileiro, Black (2001) no mercado russo, Joh (2003) no mercado coreano, entre outros. De acordo com Bhojraj e Sengupta (2003), existe uma forte relação entre a qualidade da governança e a classificação de risco do título da firma. Os autores afirmam que a redução da assimetria de informação pela execução dos melhores níveis de governança, afeta a rentabilidade e a classificação de risco de bônus corporativos. Há, portanto, “um custo de oportunidade para a má governança; assim, substituindo-a por boa governança, é possível aumentar o valor da empresa – em outras palavras, boa governança é um projeto com VPL positivo” (BERK; DEMARZO, 2009, p. 915).

2.4 As Diferentes Estruturas de Propriedade

A estrutura de propriedade da empresa de capital aberto é diretamente afetada pelas diferentes estruturas legais que regem o ambiente da mesma (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANDEZ; SHLEIFER; VISHNY, 1998, 2000). Países que têm um fraco sistema de proteção ao acionista possuem a estrutura acionária de suas empresas concentradas em um grupo bem definido e o mercado financeiro é menos desenvolvido. Já em lugares onde a estrutura legal é eficiente, o mercado é mais bem desenvolvido e as empresas de capital aberto tendem a ter propriedade difundida.

Como evidenciado por La Porta et al. (1998, 2000), Black (2001) e Berk e Demarzo (2009), o contexto norte-americano fornece um arcabouço legal favorável ao acionista, que promove a pulverização do controle acionário e um diferente relacionamento entre proprietários e executivos. Assim, os administradores possuem maior liberdade de decisão e escolha, o que pode implicar a expropriação de riqueza do acionista e gerar a predominância de conflitos de agência entre gestores e acionistas (BERK; DEMARZO 2009).

No Brasil, o cenário é diferente. A legislação brasileira não fornece a proteção devida ao acionista, o que gera a concentração de propriedade das empresas de capital aberto (BERK; DEMARZO, 2009). Dado o alto nível de concentração acionária, os controladores monitoram os executivos facilmente. Nesse contexto, o principal conflito de agência se dá entre acionistas majoritários e minoritários (LEAL et al., 2002). Tal estrutura evidencia o conflito entre acionistas controladores e controlados e faz com que entidades reguladoras brasileiras estabeleçam políticas com o objetivo de proteger os acionistas minoritários (LEAL; SAITO, 2003).

2.5 As Consequências da Estrutura de Capital do Mercado Brasileiro

A presença de acionistas controladores possui tanto pontos positivos quanto negativos. Como ponto positivo, pode-se destacar o efeito incentivo, em que os grandes acionistas têm maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores, já que os mesmos possuem muitos recursos investidos na empresa. Na relação de agência entre gestor e acionista, os grandes acionistas possivelmente contornam o conflito de agência, já que possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados (SAVOIA; SILVEIRA; BELLATO, 2006).

O principal ponto negativo à grande concentração de ações é a perseguição, pelos grandes acionistas, de benefícios privados do controle às custas dos demais investidores. Nesse sentido, os acionistas majoritários usariam do seu direito de controle (direito de voto) para extraírem recursos da companhia em detrimento dos acionistas minoritários (SAVOIA; SILVEIRA; BELLATO, 2006).

Também foi evidenciado por Brandão e Bernardes (2005) que o conflito entre controladores e controlados contribui para aumentar o custo de capital das empresas (o que reduz seu valor econômico e de mercado) e reduz as projeções de retornos financeiros dos analistas do mercado de capitais. É percebido então um enfraquecimento do mercado, já que tal efeito, observado em economias menos desenvolvidas e em mercados com grande concentração de capital, gera menor incentivo para a captação de financiamento em menor volume, o que contribui para a depreciação das empresas (SILVEIRA, 2002).

2.6 Avanços Institucionais: Ações para Fortalecer os Direitos dos Acionistas Minoritários

Com o objetivo de fortalecer os direitos dos acionistas minoritários, Brandão e Bernardes (2005) relatam que vários avanços têm surgido no Brasil. A Nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei das SAs, nº 10.303, 31/10/01), como ficou conhecida, é um dos exemplos. Com o propósito de melhor proteger os acionistas minoritários, essa reforma da Lei das SAs apresenta alguns destaques, como por exemplo:

- a) A limitação da emissão de ações preferenciais em 50% do total das ações emitidas (artigo 8º da Lei 10.303). Anteriormente, o limite era de apenas 1/3 da emissão total, o que permitia o controle de companhias com um aporte menor de capital;
- b) Titulares de ações que representem, pelo menos, 15% do total das ações com direito a voto, e de ações que representem, no mínimo, 10% do capital total da companhia, terão direito de eleger um membro e seu suplente no conselho de administração, em votação separada à da Assembléia Geral (artigo 141). A eleição desse conselheiro pelos acionistas minoritários deve ser feita a partir de uma lista tríplice elaborada pelo acionista controlador (artigo 8º da lei 10.303);
- c) A solução de divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os próprios acionistas, poderão ser solucionadas mediante arbitragem (artigo 109). Tal mecanismo pode ser definido no estatuto da empresa e se torna de extrema importância dado um cenário regido por um precário aparato judiciário.

Além da melhoria da legislação, houve mudanças no contexto institucional. Entidades como: a BM&FBOVESPA, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), o IBGC, o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI) e a Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC) atuaram a favor das melhorias nas práticas de governança corporativa no Brasil (BRANDÃO; BERNARDES, 2005).

Uma das contribuições da BM&FBOVESPA para o desenvolvimento desse cenário foi a criação de segmentos diferenciados de governança corporativa. Esses

segmentos classificam as empresas listadas em bolsa de acordo com regras variadas, que têm como foco a proteção dos acionistas minoritários (BERK; DEMARZO, 2009; FREITAS, 2006). A adesão a esses segmentos é voluntária, contudo, de acordo com Brandão e Bernardes (2005), a implantação dessa diferenciação vem sendo aderida por várias companhias, principalmente a partir de 2004. Com relação ao nível de proteção aos acionistas minoritários, a classificação diferenciada das empresas listadas em bolsa foi mais significativa às companhias de capital aberto do que a própria reforma da Lei das SAs (BRANDÃO; BERNARDES, 2005).

2.7 Segmentos Especiais de Listagem do Mercado de Ações da Bovespa

Pela necessidade de desenvolver o mercado de capitais brasileiro e atrair novos investimentos e novas empresas, a BOVESPA desenvolveu segmentos de listagem com regras rígidas de governança corporativa (BM&FBOVESPA, 2011). Esses segmentos são: Bovespa MAIS, Mercado Nível 1, Mercado Nível 2 e Novo Mercado (BERK; DEMARZO, 2009). Todas as regras são consolidadas nos respectivos regulamentos, sua adesão é voluntária e os compromissos são firmados em contrato entre as companhias e a BM&FBOVESPA. Na figura 1, são listadas as principais características de cada segmento:

Comparativo dos Segmentos de Listagem

	NOVO MERCADO		NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float				25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária				Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"				Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos				Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)				Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia				Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês				Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta				Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento			Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório			Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Figura 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem

Fonte: BM&FBOVESPA, 2011

A adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa tem como objetivo reduzir o risco do investimento e atenuar as incertezas na avaliação da companhia. Com o risco mitigado pela aplicação das melhores práticas de governança corporativa, o preço das ações torna-se mais atraente o que, aplicado de forma geral, fortalece o mercado acionário (FREITAS, 2006; BERK; DEMARZO 2009). La Porta et al. (1997) também dizem que uma regulamentação mais rígida a partir de um sistema jurídico eficiente que preze pelos direitos dos acionistas (principalmente os minoritários), torna o mercado acionário mais forte.

Portanto, para mitigar os efeitos da ineficiência do sistema judiciário brasileiro no julgamento de causas relacionadas às empresas listadas em bolsa, a BM&FBOVESPA instituiu uma câmara arbitral. Com base nos dispositivos da Lei 9.307/96, a CAM tem como finalidade imediata, atuar na composição das normas e conflitos relacionados ao mercado de capitais e às questões de cunho societário, abrangendo (FREITAS, 2006, p. 246; CAM, 2011):

- A lei das sociedades anônimas;
- Os estatutos sociais das companhias;
- As normas editadas pelos:
 - Conselho Monetário Nacional;
 - Banco Central do Brasil;
 - Comissão de Valores Mobiliários;
- Os regulamentos da BM&FBOVESPA e dos segmentos especiais de listagem (entre eles o próprio Regulamento do Novo Mercado, Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, dentre outros);
- Os Contratos Sociais de sociedades limitadas;
- Os regulamentos de Fundos de Investimento;

Como visto na Figura 1 a adesão à CAM faz-se obrigatória para as empresas (e seus respectivos administradores, acionistas controladores e membros do conselho fiscal) atuantes no Novo Mercado, no Nível 2 das Práticas Diferenciadas de governança corporativa e no Bovespa MAIS e optativa para as empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa e no mercado tradicional. (CAM, 2011). Os investidores que adquirirem ações de companhias que optaram pela adesão, automaticamente se tornam sujeito às regras da CAM.

2.8 Arbitragem

Arbitragem é um meio (método) privado de resolução de conflitos (CAM, 2011; BRASIL, 2006). Tal meio pode ser recorrido por pessoas físicas (maiores de 18 anos), que tenham discernimento e que possam exprimir sua vontade, e também por pessoas jurídicas (BRASIL, 2006). Utilizada há décadas para resolução de diversos litígios nacionais e internacionais (MARTINS, 2001), a arbitragem é regulamentada no Brasil pela Lei 9.307/96, também conhecida como “Lei da Arbitragem”. Em 12/12/2001, o Supremo Tribunal Federal (STF) decidiu pela constitucionalidade dessa lei e firmou seu entendimento no julgamento de recurso em processo de homologação da Sentença Estrangeira 5.206 (CONJUR, 2011; BRASIL, 1995; CAM, 2011). A Lei 9.307/96 autorizou a utilização da arbitragem para o julgamento de conflitos envolvendo bens patrimoniais disponíveis, ou seja, aqueles direitos nos quais as partes podem transacionar (contratos em geral, civis ou comerciais) (Lei 9.307/96, Cap I, Art. 1º), por exemplo: questões que envolvam inadimplências ou divergências comerciais, escolares, contratos de aluguel, contratos com seguradoras, contratos com fornecedores; cobrança de dívidas, duplicatas e notas promissórias não pagas; cheques sem provisão de fundos; disputas comerciais internacionais envolvendo duas ou mais empresas de países diferentes, questões imobiliárias que envolvam construtoras, erros médicos, danos materiais, morais, contratos entre acionistas, etc. (TRIBUNAL ARBITRAL DE ARAÇATUBA, 2011). Casos como a separação de um casal ou disputa da guarda dos filhos já não podem ser submetidos à arbitragem, pois não há envolvimento de direitos que tenham valor econômico e que possam ser comercializados (BRASIL, 2006).

Como a arbitragem é um meio privado de solução de conflitos, não há órgãos oficiais ou estatais de arbitragem. O que se tem, contudo, são as Instituições Arbitrais, que são organizações privadas e não integram o Poder Público. Essas Instituições (ou Câmaras, Centros, Institutos, etc.) administram e facilitam o procedimento arbitral sem emitir qualquer julgamento sobre o conflito. Dentre suas responsabilidades está a comunicação entre as partes e os árbitros (na forma de correspondências, documentos e pelas providências em geral), que pode arquivar cópias de todo o procedimento arbitral durante seu curso. Cada instituição é provida de um regulamento próprio para organizar o procedimento, com regras que devem

ser seguidas pelas partes e pelos árbitros durante o julgamento (BRASIL, 2006), e um quadro de árbitros (escolhidos pela própria organização) à sua disposição para a solução dos litígios. Como exemplo de institutos especializados em realizar a arbitragem, tem-se a própria CAM, a Câmara de Comércio Internacional (*Internacional Commerce Chamber*), a *American Arbitration Association*, entre outros (SEIXAS, 2010).

Com relação ao procedimento arbitral, os interessados podem escolher entre a arbitragem institucional e a arbitragem *ad hoc* (ou não-institucional). A arbitragem institucional é caracterizada pela adoção de uma organização para a realização do procedimento arbitral. Nesse caso, a arbitragem será administrada por essa instituição e deverá obedecer às regras e procedimentos da mesma. Já na arbitragem *ad hoc*, as partes adotam metodologias próprias para a solução dos conflitos. Os interessados criam e adotam livremente os procedimentos arbitrais que irão reger o conflito de acordo com sua conveniência e interesse (SEIXAS, 2010; CAM, 2011).

Existem condições específicas para a utilização da arbitragem como método de resolução de conflitos. De acordo com o Art. 3º da Lei 9.307/96: “As partes interessadas podem submeter a solução de seus litígios ao juízo arbitral mediante convenção de arbitragem, assim entendida a cláusula compromissória e o compromisso arbitral”. Em outras palavras, a submissão de um conflito ao tribunal arbitral e exclusão da participação do Poder Judiciário deve ser acordada entre as partes e materializada por escrito. Antes de ocorrido um possível litígio, ainda no momento de assinatura do contrato, a convenção de arbitragem é feita mediante “cláusula compromissória”. Esta cláusula deverá estar no contrato firmado e detalhar que possíveis conflitos serão resolvidos por arbitragem. Já o “compromisso arbitral” é um documento escrito e assinado pelas partes, que decidirá pela utilização da arbitragem, após o surgimento do litígio (Art. 4º e 9º da Lei 9.307/96; BRASIL, 2006).

A decisão proferida pelo árbitro tem os mesmos efeitos “da sentença proferida pelos órgãos do Poder Judiciário e, sendo condenatória, constitui título executivo” (Lei 9.307/96, Cap. V, Art. 31º). Além disso, o Art. 17 equipara os árbitros aos funcionários públicos, para efeito da legislação penal e o Art. 18 dispõe que para fins processuais o árbitro “é juiz de fato e de direito, e a sentença que proferir não fica sujeita a recurso ou a homologação do Poder Judiciário”. Ou seja, a sentença arbitral é equiparada à decisão proferida por um juiz de direito dos tribunais de

justiça comum e não é passível de recurso ao Judiciário ou a qualquer outro órgão ou instituição reguladora do contrato em questão (FREITAS, 2006).

Qualquer pessoa capaz é habilitada para atuar como árbitro, ou seja, não há necessidade de nenhuma formação específica (Lei 9.307/96 Art. 13º). Contudo, os árbitros deverão ser da confiança das partes e escolhidos livremente pelos interessados de forma independente e imparcial (Lei 9.307/96 Art. 13º § 1º e BRASIL, 2006). As câmaras de arbitragem colocam, então, à disposição dos interessados, árbitros especializados nas áreas de conhecimento relacionadas aos litígios em questão. Essas condições promovem uma grande vantagem da justiça arbitral em relação à justiça comum: as sentenças são tomadas por árbitros com profundo conhecimento do assunto em questão. Essas decisões carregadas de conteúdo técnico são fruto de uma avaliação integral à questão e aumentam a eficiência do sistema e a adequação da sentença. Também não há necessidade de representação das partes por advogado. Os interessados podem requerer a instalação da arbitragem diretamente (CAM, 2011; FREITAS, 2006; BRASIL, 2006).

Algumas das principais vantagens da arbitragem são a flexibilidade e a informalidade que as partes envolvidas possuem no julgamento do conflito. A definição dos procedimentos que disciplinarão o processo, o prazo final para sua condução e os árbitros que decidirão sobre o caso, todos são estipulados pelas próprias partes. A possibilidade de criação dessas *regras particulares* e de comum acordo entre os interessados possibilita uma eficiente solução para o caso (CAM, 2011).

Além de flexível, a arbitragem também conta com o benefício da rapidez, dos baixos custos e do sigilo. A celeridade existe na execução do processo, já que a arbitragem deve ser concluída no prazo máximo legal de 180 dias (6 meses), caso não haja outro prazo acordado entre as partes, o que torna a solução arbitral muito mais rápida do que a intermediada pelo Poder Judiciário (CAM, 2011; FREITAS, 2006). Os custos apresentados pelo processo de decisão arbitral são consideravelmente mais baixos em relação aos custos da justiça comum (CAM, 2011; FREITAS, 2006). Ainda assim, os serviços prestados pelas câmaras de arbitragem possuem valores específicos, de acordo com cada instituição, como no caso da CAM (CAM, 2011). Quanto ao sigilo, o Art. 13 § 6º (Lei 9.307/96) exige que os árbitros, no desempenho de sua função, ajam com “discrição”, o que impõe a eles

a confidencialidade sobre o procedimento, seus atos, documentos, informações, dados trazidos pelas partes e a própria sentença arbitral.

Em suma, as principais vantagens da solução litigiosa por meio de arbitragem são: o cumprimento imediato da sentença arbitral, agilidade, especialização, flexibilidade e informalidade, custos mais baixos em relação à justiça comum e o sigilo.

2.9 Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)

Instituída pela BM&FBOVESPA (antiga BOVESPA) em junho de 2001, a CAM é uma instituição arbitral que visa oferecer um foro adequado para a solução de problemas relativos ao mercado de capitais, com foco nos litígios societários. Ela atua na solução dos conflitos surgidos nas companhias que aderiram aos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, mas não exclusivamente. Pode utilizar a estrutura da CAM qualquer interessado, investidor ou empresa (sendo ou não companhia de capital aberto) com o objetivo de solucionar conflitos societários ou pertinentes ao mercado de capitais (CAM, 2011).

De acordo com a CAM (2011), seu corpo de árbitros é composto por profissionais de reputação ilibada e notório conhecimento sobre o mercado de capitais e assuntos relacionados. Os árbitros são profissionais de diversas áreas de atuação, como: advogados, economistas, contadores e administradores de empresas. Para compor o corpo de árbitros, tais profissionais são escolhidos pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA.

Existem três tipos de procedimento arbitral oferecidos pela CAM: o ordinário, o sumário (ambos sendo procedimentos de arbitragem institucionais) e o *ad hoc*. O procedimento ordinário é mais completo, recomendável para questões de maior complexidade que exigem, na maioria das vezes, produção de provas, elaboração de perícias e/ou depoimento de partes e testemunhas e requer três árbitros. O procedimento arbitral sumário é simplificado e, portanto, mais rápido e econômico em comparação ao procedimento ordinário. É recomendável para questões de menor complexidade onde não é necessária a produção de provas, além daquelas apresentadas nos próprios requerimentos de abertura da arbitragem e somente um

árbitro é necessário. Na arbitragem *ad hoc*, os interessados poderão também escolher árbitros externos à CAM, outra Câmara ou Centro de Arbitragem ou qualquer detalhe procedimental e administrativo permitido pela arbitragem para a solução do conflito (submetidos à prévia aprovação do Presidente da CAM). O requerente do processo escolhe o tipo de procedimento arbitral que será adotado e cabe à parte requerida solicitar ou não a conversão do mesmo (CAM, 2011).

Para se vincular à CAM, os interessados devem inserir uma cláusula (cláusula compromissória) no texto de acordos contratos, Estatutos e Contratos Sociais, por exemplo, em que as partes interessadas se comprometem a resolver seus futuros e eventuais conflitos por arbitragem a ser conduzida pela CAM. Na ausência dessa cláusula, as partes deverão assinar o “compromisso arbitral”, que conterá: a qualificação das partes, a matéria objeto da arbitragem, entre outros (CAM, 2011).

De uma forma geral, ao determinar a resolução dos conflitos por meio da CAM, pela adesão das boas práticas de governança corporativa, a BM&FBOVESPA oferece aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada na solução de possíveis conflitos. Com isso, os direitos dos acionistas são ampliados e o processo se torna mais seguro e efetivo (BERK; DEMARZO, 2009).

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

Nesse capítulo é apresentado o método para a realização do trabalho. Primeiramente, a pesquisa é caracterizada e descrita. Em seguida, faz-se uma breve exposição do objeto de pesquisa e dos critérios que determinaram os participantes do estudo. Por fim, na última seção é mostrado o modelo e o procedimento realizado para a análise dos dados.

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

A pesquisa apresentada é empírica. A fonte das informações são os registros das negociações das empresas atuantes na BM&FBOVESPA (dados coletados pelo sistema Economática®). Têm-se, então, os preços das ações de todas as empresas que aderiram à CAM (como forma de solução de conflitos judiciais), após sua abertura de capital, mês a mês, disponibilizados pela bolsa. As empresas selecionadas para o estudo, além de aderentes à CAM, apresentam dados contínuos e consecutivos, ou seja, possuem registros mensais (preço de fechamento) e sem que haja algum mês sem cotações durante o período de estudo.

Trata-se, portanto, de um delineamento de pesquisa explicativo (MICHEL, 2009; SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006). A análise dos dados tem como objetivo mensurar a correlação entre o risco da organização na bolsa de valores e sua adesão à CAM. Quanto a abordagem, a pesquisa é quantitativa (SILVA; MENEZES, 2001), com dados de natureza secundária (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006) e recorte longitudinal (HAIR; BABIN; MONEY; SAMOUEL, 2005).

3.2 Caracterização do objeto de estudo

As organizações alvo de estudo e que tiveram seus riscos mensurados nessa pesquisa são empresas de capital aberto, cujas ações são negociadas na

BM&FBOVESPA. Além disso, essas empresas aderiram à CAM após sua abertura de capital, caracterizando uma melhoria nos seus métodos de governança corporativa (BERK; DEMARZO, 2009). Essas companhias são pertencentes a diversos setores de atuação, como: financeiro, utilidade pública, construção e transporte, materiais básicos, tecnologia da informação, bens industriais e consumo cíclico.

3.3 Objeto do estudo

A seleção da base de dados para o estudo obedeceu aos seguintes critérios:

- Cotações históricas dos preços das ações de empresas que:
 - Possuem capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores (BM&FBOVESPA);
 - Aderiram à CAM;
 - Já possuíam ações negociadas em bolsa antes da adesão à CAM (período superior a 3 meses);
- Período histórico de cotações mensais, contínuos e consecutivos, desde a abertura de capital da empresa até julho de 2010;

Assim, para se obter máximo número de observações e mensurar o impacto da adesão à CAM, independente da organização ou seu setor de atuação, foram selecionadas todas as empresas com registro em bolsa que atenderam aos critérios mencionados. Com relação ao período de análise, foi necessária uma série de tempo suficientemente longa para se perceber a variação do risco da empresa no decorrer do tempo. Foram selecionadas 15 empresas, listadas no Quadro 1, com uma série histórica de cotações que abrange o período de janeiro de 2002 até julho de 2010 (101 períodos), para cada uma dessas empresas (totalizando 1515 observações).

EMPRESA	AÇÃO ANALISADA
Banco do Brasil	BBAS3
Cesp	CESP3

Eletropaulo	ELPL4
Eternit	ETER3
Fibria	FIBR3
IdeiasNet	IDNT3
Magnesita	MAGG3
Marcopolo	POMO4
Net	NETC4
Porto Bello	PTBL3
Sabesp	SBSP3
São Carlos	SCAR3
Saraiva	SLED4
Tractebel	TBLE3
Weg	WEGE3

Quadro 1 – 15 empresas e as respectivas ações objetos desse estudo.
 Fonte: Elaborado pelo autor com dados da BM&FBOVESPA (2011).

Existe, portanto, um equilíbrio na relação “Quantidade de Companhias x Extensão da Base Histórica”, cujo produto foi o maior número de observações possíveis, atingindo-se os critérios pré-estabelecidos. Por exemplo: empresas como Bannisul e Brasilfoods (que também aderiram à CAM) foram retiradas do estudo dado que não cumpriram o critério de possuir cotações mensais e contínuas durante o período estudado. Já com relação à extensão da base histórica, ela foi limitada (janeiro/2002 a julho/2010) de forma que todas as empresas selecionadas apresentaram cotações contínuas e aderiram à CAM dentro desse período. Em síntese, a base analisada possui um número tal de organizações para análise que a adição de uma empresa na população estudada impacta negativamente na quantidade de observações totais. De forma semelhante, a base histórica analisada (mantidos os critérios necessários para a seleção da população) pertence ao limite máximo, onde a adição de um período maior de estudo diminui o número de observações totais.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

Os dados foram coletados pelo *software* Economática®, cujas informações são alimentadas pelos registros das negociações realizadas na BM&FBOVESPA. A base de dados foi tabulada no Microsoft Excel e analisada no *software* EViews7. A estrutura da tabela é composta pelas colunas: Data, Empresa, CDI, IBRX, Ibovespa, Cotação da Empresa e *Dummy*. Essa estrutura está disposta na forma para análise em painel de dados.

O risco das ações foi mensurado utilizando-se o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM, ou *Capital Asset Pricing Model*). O CAPM, proposto por William Sharpe (1964) como um modelo de risco e retorno, é o principal método de mensuração de custo de capital utilizado pela maioria das grandes empresas (GRAHAM; HARVEY, 2001; BRUNER; EADES; HARRIS; HIGGINS, 1998) e têm o modelo representado pela Equação (1):

(1)

Onde:

R_i = taxa esperada de retorno do ativo i

R_f = taxa de retorno livre de risco

R_m = taxa esperada de retorno sobre o portfólio de mercado representado

β = medida de risco sistemático de mercado

A forma funcional para estimação do CAPM (Modelo de Mercado) pode ser apresentada na forma de prêmio de risco (GUJARATI; PORTER, 2011), expresso pelas Equações (2) e (3):

(2)

(3)

Onde:

Φ_R = prêmio para o risco da empresa

α = intercepto do ativo

u = termo de erro estocástico do ativo i

Para a mensuração do impacto da adesão da CAM no risco das empresas, foi adicionada uma variável binária (*dummy*) ao modelo, de acordo com a Equação (4). Foi utilizada uma regressão linear múltipla em painel de dados por mínimos quadrados ordinários (MQO):

(4)

Onde:

$D = 1$ se a empresa aderiu à CAM

$= 0$ se a empresa não aderiu à CAM

β_2 = impacto da adesão à CAM prêmio para o risco da empresa

Para representar: a “taxa esperada de retorno sobre o portfólio de mercado representado” (R_m) foi-se utilizado o IBRX (Índice Brasil); a “taxa de retorno livre de risco” (R_f) foi-se utilizado as taxas do CDI (Créditos de Depósitos Interbancários); e a “taxa esperada de retorno do ativo i ” (R_i) foi-se utilizado as cotações das ações de cada empresa alvo no estudo. A medida de risco sistemático de mercado (β) mede a variação do ativo em relação ao mercado. Como o objeto do estudo é um conjunto de ativos que compõem a carteira do IBRX, espera-se que o β tenha um valor próximo de 1. Já o β_2 , espera-se que seja negativo e significativo, pois a literatura defende a diminuição do prêmio para o risco da empresa ao se aderir à CAM. Em síntese ao modelo de regressão múltipla, tem-se o prêmio para o risco da empresa (Φ_R) como a variável dependente; e o prêmio para o risco do mercado ($R_m - R_f$) e a definição de adesão à CAM (D , *dummy*) com as variáveis explanatórias.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos pela aplicação da regressão linear múltipla por painel de dados modelo representado pela Equação (4). Os resultados foram obtidos utilizando-se o *software* EViews7. Foram utilizadas 2 estimações: a primeira pelo método dos MQO e a segunda por MQG, sendo esta segunda estimação feita para se corrigir o problema de auto-correlação serial apresentada pelos MQO. No capítulo também é apresentado o resultado final do modelo, atingindo-se o objetivo proposto pelo estudo: a mensuração do impacto da adesão à CAM no prêmio para o risco das empresas de capital aberto.

4.1 Painel de Dados e Regressão por MQO

Utilizou-se o modelo representado pela Equação (4), e foi gerado o resultado pelo método de regressão linear múltipla por painel de dados e MQO, ilustrado na Tabela 1 e Figura 2.

Tabela 1: Resultados da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQO.

Dependent Variable: COTACAO-CDI
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/30/11 Time: 17:35
 Sample: 2002M02 2010M06
 Periods included: 101
 Cross-sections included: 15
 Total panel (balanced) observations: 1515
 White period standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.048841	6.41E-15	1.26E+15	0.0000
IBRX-CDI	1.227211	2.98E-17	4.12E+16	0.0000
DUMMY	-7.138916	7.14E-15	-1.00E+15	0.0000
R-squared	0.550782	Mean dependent var		1.612028
Adjusted R-squared	0.550188	S.D. dependent var		11.85457

S.E. of regression	7.950623	Akaike info criterion	6.986356
Sum squared resid	95577.17	Schwarz criterion	6.996897
Log likelihood	-5289.165	Hannan-Quinn criter.	6.990281
F-statistic	926.9262	Durbin-Watson stat	2.145928
Prob(F-statistic)	0.000000		

Fonte: EViews7

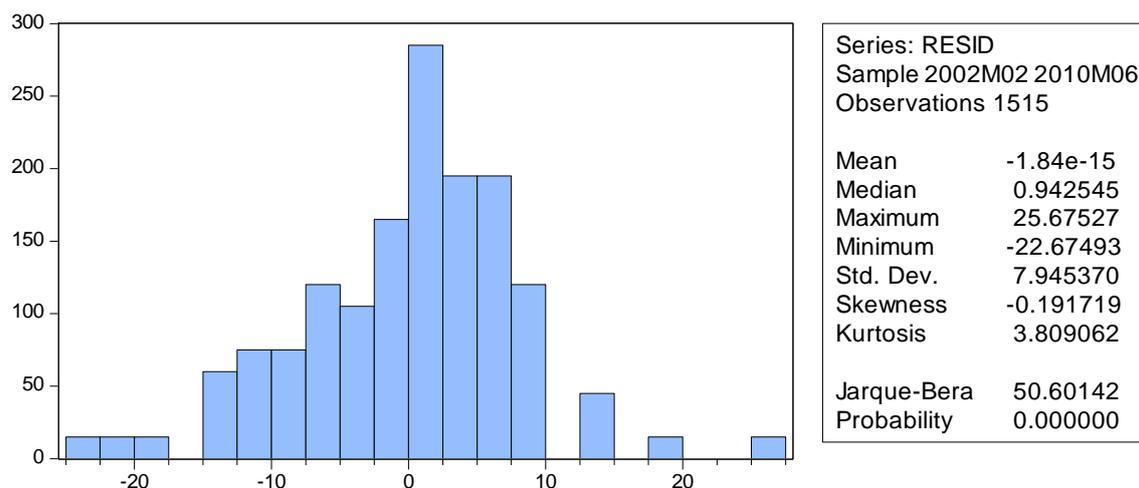


Figura 2: Distribuição dos resíduos da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQO.
Fonte: EViews7

Os resultados gerados estipulam os valores ao modelo apresentado na Equação (4), de acordo com a Equação (5) (valores aproximados):

(5)

Onde:

$$\alpha = 8,048841$$

$$\beta = 1,227211$$

$$\beta_2 = -7,138916$$

O intercepto do modelo (α) apresentou um valor de 8,048841. Isso significa que os ativos analisados apresentaram um retorno anormal médio de 8,04% (aproximadamente) acima do mercado. Esse valor era esperado, dado que o objeto de estudo comporta ativos com maior volatilidade média que o índice de mercado (IBRX).

O valor de β e β_2 apresentados foram os valores esperados para o modelo. Como citado anteriormente, o objeto de estudo contém as séries históricas das cotações de 15 ativos, pertencentes à carteira do IBRX (*proxy* da variável R_m). Por isso, o valor de β (1,227211) é coerente com o esperado, já que a relação entre o risco do mercado e o risco do conjunto de empresas analisadas é próximo de 1. Além disso, β_2 (-7,138916) apresentou um valor negativo e significativo, validando a literatura ao se afirmar que a adesão à CAM impacta negativamente no risco das empresas negociadas em capital aberto (BERK; DEMARZO, 2009; FREITAS, 2006; LA PORTA et al.,1997). Esse valor de β_2 significa que a adoção da CAM como método para a solução de litígios reduz em 7,13% o risco da empresa para seus investidores.

Contudo, a estatística d de Durbin-Watson (2.145928) acusa uma auto-correlação serial negativa para o experimento¹. De acordo com Gujarati e Porter (2011), ao apresentar auto-correlação serial, os estimadores de MQO não são os melhores estimadores lineares não tendenciosos (MELNT), ou seja: o erro padrão não é o mais eficiente. Para se corrigir o problema de estimação e validar os dados apresentados, foi-se utilizado outro método de regressão linear múltipla: os mínimos quadrados generalizados (MQG) (GUJARATI; PORTER, 2011).

4.2 Correção da Auto-Correlação Serial e Validação dos Resultados

Ao rodar o modelo em painel de dados por MQG, obtêm-se os resultados da Tabela 2.

¹ Tendo-se $[4 - d_u = 2,08355]$ e $[4 - d_L = 2,08622]$ para 1500 observações, 2 variáveis e nível de significância de 5%. Fonte: Stanford University, 2011.

Tabela 2: Resultados da estimação da Equação (4) por painel de dados e MQG

Dependent Variable: COTACAO-CDI
 Method: Generalized Linear Model (Quadratic Hill Climbing)
 Date: 06/30/11 Time: 17:36
 Sample: 2002M02 2010M06
 Included observations: 1515
 Family: Normal
 Link: Identity
 Dispersion computed using Pearson Chi-Square
 Coefficient covariance computed using observed Hessian
 Convergence achieved after 1 iteration

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.048841	1.026624	7.840109	0.0000
IBRX-CDI	1.227211	0.028916	42.43999	0.0000
DUMMY	-7.138916	1.047428	-6.815665	0.0000
Mean dependent var	1.612028	S.D. dependent var		11.85457
Sum squared resid	95577.17	Log likelihood		-5289.166
Akaike info criterion	6.986358	Schwarz criterion		6.996899
Hannan-Quinn criter.	6.990283	Deviance		95577.17
Deviance statistic	63.21241	Restr. Deviance		212763.7
LR statistic	1853.852	Prob(LR statistic)		0.000000
Pearson SSR	95577.17	Pearson statistic		63.21241
Dispersion	63.21241			

Fonte: EViews7

Percebe-se, portanto, que ao rodar novamente o modelo, aplicando-se outro método (MQG), os resultados foram similares e muito próximos aos obtidos pelo método MQO (Tabela 3).

Tabela 3: Comparativo dos resultados estimados pelos métodos MQO e MQG

	MQO		MQG	
	Coeficiente	Erro padrão	Coeficiente	Erro padrão
α	8,048841	6,41E-15	8,048841	1,026624
β	1,227211	2,98E-17	1,227211	0,028916
β_2	-7,138916	7,14E-15	-7,138916	1,047428

Fonte: EViews7

Portanto, mesmo apresentando auto-correlação serial no modelo por MQO, o estimador é eficiente. O modelo foi, então, corroborado pelos resultados.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Durante todo o trabalho foi relatada a importância da adoção de melhores práticas de governança corporativa, no Brasil e no mundo. É percebido um consenso entre diversos autores, onde a resolução dos conflitos de agência e a estipulação de meios mais eficientes para o mesmo impactam positivamente nos resultados das companhias e no aumento do nível de investimentos. Mas qual a contribuição exata de cada uma dessas “melhores práticas”? Quanto cada procedimento de governança impacta no resultado efetivo das empresas? Determinadas práticas impactam realmente no resultado das companhias?

Como citado anteriormente, autores como: Gompers, Ishii e Metrick (2003), Silva e Leal (2005), Black (2001), Joh (2003), Bhojraj e Sengupta (2003), entre outros, afirmam que a qualidade da governança impacta no risco das empresas nacionais e internacionais. Portanto, este estudo teve como objetivo mensurar pontualmente o impacto na melhora de um procedimento de governança específico: a adoção da CAM como meio de solução de litígios. Chegou-se, então, ao valor de 7,13% (aproximadamente) de redução do risco aos investidores das empresas aderentes à CAM. Um resultado significativo.

Dentro dessa perspectiva, pôde-se medir a importância de um fator específico no nível de risco da empresa (a adesão à CAM). Já era previsto pela literatura que os benefícios relativos à arbitragem (flexibilidade, baixos custos, sigilo, rapidez, entre outros) gerassem uma diminuição no risco das empresas beneficiadas, pela adoção desse procedimento. Assim, os resultados desse trabalho corroboram e mensuram essa expectativa, o que pode auxiliar o investidor em sua tomada de decisão. Percebe-se quantitativamente o impacto da CAM no risco das empresas e sua significância.

Mesmo com um resultado coerente em relação à teoria e satisfatório estatisticamente, a aplicação de outros métodos econométricos pode contribuir para a correlação encontrada nesse estudo. Pode-se, por exemplo, estimar o resultado da relação “Adesão à CAM” x “Risco da Empresa” por painel de dados pelo método da máxima verossimilhança ou pelo método de momentos generalizados (GMM). Além de, com o painel de dados, permitir se obter os resultados utilizando-se efeitos fixos e aleatórios.

Em adição à estimação mais profunda dessa relação, estudos posteriores podem analisar outras relações entre as diversas variáveis relacionadas às melhores práticas de governança corporativa, como: a relação entre o risco de empresas semelhantes com níveis de governança diferentes; a associação entre outras variáveis que caracterizam uma boa governança e as empresas que aderiram à essas práticas; o impacto da utilização de uma câmara de arbitragem por empresas de diferentes países, entre outros. Tais estudos serão complementares aos resultados aqui apresentados e poderão contribuir para tornar ainda mais detalhada e específica a relação “risco x qualidade da governança” e a auxiliar os investidores em sua tomada de decisão.

REFERÊNCIAS

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças Empresariais**. Tradução Christiane de Brito Andrei. Porto Alegre: Bookman, 2009.

BLACK, B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. **Emerging Markets Review**, [S.l.], v. 2, p. 89-108, 2001.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. **Journal of Business**, [S.l.], v. 76, n. 3, 2003.

BM&FBOVESPA . Bolsa De Valores, Mercadorias E Futuros. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 05 mai. 2011.

BRASIL. Ministério da Justiça. Arbitragem: o que você precisa saber. 2006. Cartilha.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de janeiro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 1 nov. 2011. Disponível em: <<http://www2.camara.gov.br/legin/fed/lei/2001/lei-10303-31-outubro-2001-414210-publicacaooriginal-1-pl.html>>. Acesso em: 3 jul. 2011.

BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (STF). Sentença Estrangeira (SE) 5.206 / EP – Espanha. Relator: Ministro Sepúlveda Pertence. Brasília, 06 dez. 1995.

BRANDAO, Monica Mansur; BERNARDES, Patrícia. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. **XXIX ENANPAD**, Brasília, 2005.

BRUNER, R. F.; EADES, K. M.; HARRIS, R. S.; HIGGINS, R. C. Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis. **Financial Management** 27, p.13-28. 1998.

CAM. Câmara De Arbitragem Do Mercado. Disponível em: <<http://www.camaradomercado.com.br/>>. Acesso em: 05 mai. 2011.

CARVALHO, A. G. C. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002.

CONJUR. Consultor Jurídico. Disponível em: < http://www.conjur.com.br/2001-dez-14/stf_declara_lei_arbitragem_constitucional>. Acesso em: 06 mai. 2011.

FREITAS, P. H. S. Arbitragem e segurança jurídica no novo mercado brasileiro. **Revista do Instituto de Pesquisas e Estudo**, Bauru, v. 1, n. 46, p. 235-265, jul-dez/2006.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Price. **The Quarterly Journal of Economics**, [S. l.] v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, 60(2-3), p. 187-243. 2001.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. Tradução Denise Durante. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAIR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

IBCG. Instituto Brasileiro De Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC, 2009.

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

LA PORTA R.; LOPEZ-DE-SILANDEZ F. L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

_____. _____. _____. _____. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998a.

_____. _____. _____. _____. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, p.: 717-738, 1998b.

_____. _____. _____. _____. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. FINANÇAS CORPORATIVAS NO BRASIL. **RAE-eletrônica**, v. 2, n. 2, jul-dez/2003. Disponível em: <<http://rae.fgv.br/rae-eletronica/vol2-num2-2003/financas-corporativas-no-brasil>>. Acesso em: 01 mai. 2011.

MARTINS, P. A. B. O Poder Judiciário e a Arbitragem. Quatro Anos da Lei 9.37/76. **Revista de Direito Bancário**, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 12, p.319. 2001.

MICHEL, M. H. **Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais**. 2 Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. I.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

OLIVEIRA NETO, J. C. C. **Governança Corporativa E Eficiência Informacional**. Tese (Doutorado) - Faculdade De Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

ROMANO, R. Corporate Law and Corporate Governance. **Industrial and corporate Change**, [S. I.], v. 5, n. 2, 1996.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. GOVERNANÇA CORPORATIVA: CUSTOS DE AGÊNCIA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, vol. 48, n. 2, abr-jun 2008.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de Pesquisa**. 3ª Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SAVOIA, J. R. F.; SILVEIRA, A. M.; BELLATO, L. L. N. Influência da Propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. **XXX ENANPAD**, Salvador, 2006.

SEIXAS, L. F. M. Análise Das Cláusulas De Arbitragem Nos Contratos De Concessão Da 10ª Rodada De Licitações Da Agência Nacional Do Petróleo, Gás Natural E Biocombustíveis. **Direito E-nergia**, ano 2, v. 2, jan-jul 2010.

SHARPE W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, 19:425-42, 1964.

SILVA, A. L. C. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração**, [S. I.], v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia Da Pesquisa E Elaboração De Dissertação**. 3. ed. rev. e aum. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, 2001.

_____. LEAL, R. P. C. Índice de Governança Corporativa, Valor e Desempenho da Firma no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, [S.I.] v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, A. **Governança Corporativa**: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Informática) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 p. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa Em Empresas De Controle Familiar**. São Paulo: IBCG e Saint Paul, 2006.

STANFORD UNIVERSITY. Critical Values for the Durbin-Watson Test: 5% Significance Level. Disponível em:
<<http://www.stanford.edu/~clint/bench/dw05d.htm>>. Acesso em 02 jul. 2011.

TRIBUNAL ARBITRAL DE ARAÇATUBA. Disponível em:
<<http://www.tribunalarbitralaracatuba.com.br/faq.html>>. Acesso em: 06 mai. 2011.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, oct. 1999/abr. 2000.