

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA
CURSO DE MESTRADO EM GESTÃO EMPRESARIAL**

**ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
A VARIAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS
EM FUNÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE
MERCADO.**

**DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO
PÚBLICA E DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE**

ANDRÉ LUIS REIS DIMA DOMINGOS
Rio de Janeiro, 18 de Dezembro de 2009

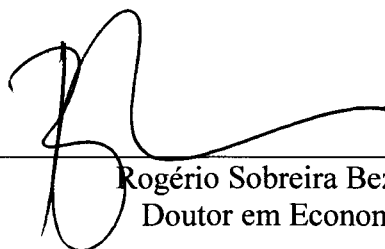
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA
CURSO DE MESTRADO EM GESTÃO EMPRESARIAL

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

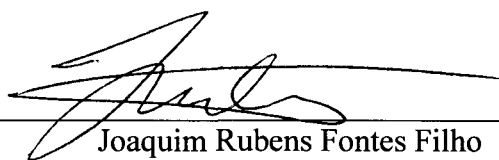
**ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: A VARIAÇÃO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS EM FUNÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE MERCADO.**

APRESENTADA POR: ANDRÉ LUIS REIS DIMA DOMINGOS

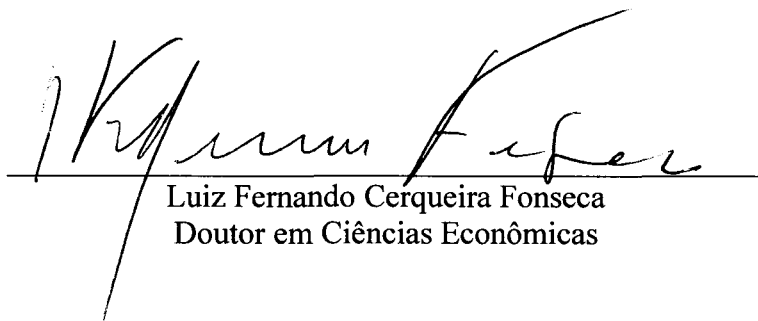
E
APROVADO EM:
PELA BANCA EXAMINADORA



Rogério Sobreira Bezerra
Doutor em Economia



Joaquim Rubens Fontes Filho
Doutor em Administração



Luiz Fernando Cerqueira Fonseca
Doutor em Ciências Econômicas

Dedico esta dissertação à minha querida mãe que infelizmente não conseguiu ver a conclusão desse trabalho, mas que sempre me incentivou a seguir cada vez mais longe no caminho do conhecimento.

Agradecimentos

Agradeço em primeiríssimo lugar aos meus colegas de turma pelo apoio operacional e, principalmente psicológico nesses difíceis anos. Superamos juntos todas as barreiras e dificuldades demonstrando um coleguismo e amizade inimaginável.

Agradeço ao Professor Sobreira pelas impressões e pelas importantes considerações para a finalização desse trabalho e a todos que de alguma forma contribuíram para a realização desse trabalho.

"A parte que ignoramos é muito maior que tudo quanto sabemos."

Platão

"Nunca encontrei uma pessoa tão ignorante que não pudesse ter aprendido algo com sua ignorância."

Galileu Galilei

Resumo

Os conceitos de Governança Corporativa não são novos, mas a gravidade de impactos financeiros gerados por escândalos corporativos estimula as empresas a adotarem melhores níveis de governança. Investidores profissionais se dispõem a pagar um ágio para investir em empresas com altos padrões de governança e que garantam um ambiente corporativo favorável ao retorno do seu investimento.

A liquidez na qual o mundo viveu nos últimos anos propiciou um volume cada vez maior de recursos; não apenas para o Brasil, mas para grande parte dos mercados emergentes; para os mercados de capitais locais e em investimentos diretos. Esse capital, em grande parte externo, necessita de transparência, regulamentação e outros requerimentos de modo a reduzir os riscos relacionados às empresas alvo.

Com base nas expectativas de mercado de indicadores macroeconômicos disponibilizadas pelo Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central do Brasil e nas informações fornecidas pela Bovespa e seus índices de mercado Ibovespa e IGC, este trabalho buscou uma associação entre variações nestas expectativas e valorização ou desvalorização da média de capitalização bursátil e índice de bolsa – Ibovespa e IGC.

Observou-se que tanto o Ibovespa quanto o IGC e a média de capitalização bursátil da Bovespa e Ibovespa estão sujeitos as mesmas influências de variáveis macroeconômicas nacionais, mas em magnitudes diferentes. Entretanto, fez-se como exceção a média de capitalização bursátil do IGC, que sofreu influência de expectativas macroeconômicas diferentes dos demais.

Abstract

The concepts of Corporate Governance are not new, but the severity of financial impacts caused by corporate scandals encourages companies to adopt better standards of governance. Professional investors are willing to pay a premium to invest in companies with high governance standards and ensure a favorable corporate environment regarding the return on their investment.

The worldwide liquidity which the world has experienced in recent years has provided an increasing amount of resources, not only for Brazil but for most emerging markets, for local capital markets and direct investments. This capital, largely external, needs transparency, regulation and other requirements in order to reduce the risks associated with target companies.

Based on market expectations of macroeconomic indicators provided by the System Market Expectations of the Central Bank of Brazil and the information provided by the Bovespa and its market indexes Ibovespa and IGC, this study sought an association between changes in these expectations and appreciation or depreciation of average market capitalization and stock index - Ibovespa and IGC.

It was observed that both the Ibovespa and the IGC and the mean market capitalization of the Bovespa and Ibovespa subject to the same influences of national macroeconomic variables, but in different magnitudes. However, it was made as an exception, the mean market capitalization of the IGC, which is influenced by different macroeconomic expectations.

SUMÁRIO

1. Introdução	5
1.1. Justificativa da Pesquisa e Definição do Problema.....	6
1.2. Objetivo.....	9
2. Governança Corporativa	10
2.1. Governança Corporativa no mundo	14
2.2. Governança Corporativa no Brasil	17
2.2.1. Histórico.....	19
2.2.2. Novo Mercado e os níveis de Governança da Bovespa	23
3. Referencial teórico da Governança Corporativa	28
3.1. Conflito da agência	30
3.2. Custos de agência	32
3.3. Desempenho proveniente da Governança Corporativa	34
4. Modelos propostos.....	38
4.1. Variáveis dependentes.....	41
4.1.1. IGC – Índice de ações com governança corporativa diferenciada	41
4.1.2. IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo.....	43
4.1.3. Capitalização bursátil.....	45
4.2. Variáveis independentes.....	46
4.3. Resultados obtidos.....	46
5. Conclusões e sugestões	50
6. Referências	51
7. Anexo – Regressões.....	55

Índice de Tabelas

TABELA 1 - DISPOSIÇÃO DOS ACIONISTAS EM PAGAR PRÊMIO POR BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	18
TABELA 2 - COMPARATIVO DE EXIGÊNCIAS NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS.....	25
TABELA 3 - COMPARAÇÃO DOS SISTEMAS DE GOVERNANÇA BRASILEIRO E AMERICANO ..	28
TABELA 4 - EVOLUÇÃO DO BOVESPA, IBOVESPA E IGC DE 2001 A 2008.....	39
TABELA 5 - RESULTADO DAS REGRESSÕES (ANOVA)	47
TABELA 6 - RESULTADO DOS COEFICIENTES DAS REGRESSÕES	48
TABELA 7 - RESUMO DO RESULTADO.....	50

Índice de Gráficos/ Figuras

GRAFICO 1 - OFERTAS DE AÇÕES POR NÍVEIS DE GOVENANÇA.....	26
GRAFICO 2 - CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DO ESTUDO 20F NOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA:	27
GRAFICO 3 - O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES E A GOVERNANÇA CORPORATIVA	32

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR – *American Depositary Receipts*
BACEN – Banco Central do Brasil
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
Calpers – *California Public Employees Retirement System*
CDI – *Certificado de depósito interbancário*
CEO – *Chief Executive Office*
CII – Council for Institutional Investors
CMN – Conselho Monetário Nacional
CREF – College Retirement Equities Fund
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
EUA – *Estados Unidos da América*
IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA – Índice de Ações da BOVESPA
IFRS – *International Financial Reporting Standards*
IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IPO – *Initial Public Offering*
ISS – Institutional Shareholder Services
NYSE – New York Stock Exchange
OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
SEC – *Securities and Exchange Commission*
SPSS – *Statistical Package for Social Sciences*
TIAA – Teachers 'Insurance and Annuity Association

1. Introdução

O movimento por governança corporativa teve início nos EUA, nos anos 80, onde teve como resultado o aprimoramento nas comunicações com os investidores e mudanças na composição dos conselhos de administração. Concomitantemente a este movimento, tivemos o início precário do que hoje entendemos ser a globalização dos mercados financeiros, onde o capital flui sem restrições e os meios de transporte e de comunicação aproximam os diversos mercados locais e de seus investidores.

Dentro desse ambiente, o mercado de capitais americano que é um dos mais consolidados e um dos mais transparentes do mundo, parece um porto seguro para os investidores globais. Entretanto, a aparente transparência foi colocada à prova quando dos recentes escândalos financeiros ocorridos nos EUA, onde foi exposta a face oculta dos lucros e dividendos crescentes – falta de transparência na gestão financeira e contábil.

Nos EUA, o Governo, o Congresso e a SEC visando assegurar a transparência dentro do mercado de capitais e evitar fraudes contábeis como as da Enron e MCI, criaram uma lei – Sarbanes & Oxley – que determina níveis mínimos de controles e de governança, de modo a proteger os investidores de perdas semelhantes as que ocorreram nos exemplos anteriores.

No Brasil, com as mudanças recentes da economia (globalização, privatizações, estabilidade econômica, dificuldades de crédito a custos competitivos, etc.), a governança corporativa também passa a ter importância, já sendo possível verificar Conselhos de Administração mais eficientes e qualificados e acionistas minoritários mais ativos. Porém, observa-se ainda uma grande concentração da propriedade e sobreposição entre gerência e propriedade.

O nosso mercado de capitais não pode ser considerado ainda totalmente consolidado, entretanto ele tem dado passos largos para um amadurecimento. Em 2001, a BOVESPA buscou mostrar a importância da governança, criando a

classificação de empresas por níveis de Governança Corporativa (nível 1, nível 2 e “Novo Mercado”). A CVM e o IBGC vêm dando os primeiros passos na elaboração de estudos e códigos de governança aplicados à realidade de nossas empresas.

Ultimamente, em função da liquidez que existia no mundo e do fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, ocorreu um importante movimento – diversas empresas tradicionalmente familiares ou fechadas buscaram entrar no mercado acionário, de modo a financiar seus planos de crescimento, já que elas vêm nos IPOs uma boa opção de financiamento. Mas para o sucesso do seu IPO, a empresa precisa dar sinais claros aos investidores que possui mecanismos de controle e de gestão eficientes e transparência.

Aparentemente os gestores das empresas têm entendido a importância destes sinais, já que a maioria dos IPOs recentes foi feito por empresas que aderiram ao nível máximo de classificação de governança definido pela BOVESPA. Por outro lado, os investidores têm visto com bons olhos esta mudança no comportamento dos gestores. O número de IPOs na BOVESPA tem crescido de forma consistente nestes últimos anos, acompanhado do volume de altas que o índice IBOVESPA vem acumulando nestes mesmos anos, o que mostra que os investidores ainda têm apetite para risco – desde que com transparência.

Segundo o estudo desenvolvido pela McKinsey & Company em 2000 os investidores estão dispostos a pagar mais por ações de empresas com boas práticas de governança corporativa. Os investimentos em diversos países foram analisados e no Brasil os investidores estariam dispostos de pagar um prêmio de aproximadamente 23%. Outros estudos realizados pela mesma empresa em anos posteriores também comprovam a tendência dos investidores pagarem prêmios mais altos por empresas com boas práticas de governança.

1.1. Justificativa da Pesquisa e Definição do Problema

A discussão sobre a adoção ou não das práticas de governança corporativa vem cada vez mais despertando o interesse de grande parte das empresas, dos investidores e da mídia especializada. Apesar do mercado entender que empresas

com boa governança podem vir a ter melhores desempenhos, não está muito claro para todos como calcular o ganho agregado ou a perda pela ausência de governança corporativa no preço das ações.

Quanto a governança pode agregar ao preço da ação? Será mesmo que a Governança Corporativa agrega valor ao preço das ações? Estas são perguntas que constam nas mesas dos analistas financeiros e de ações dos grandes bancos, dos Fundos de Investimentos Multimercados e dos Fundos de Private Equity.

A idéia básica é a de que, em um grupo de companhias, algumas se diferenciem como “empresas com boa governança”. Sendo assim, seria de grande valia encontrar um meio de mensurar a valorização da empresa no caso pela opção por práticas de governança corporativa, seja para o investidor, no caso de escolha do investimento, e para o CEO, no caso de optar por um IPO.

Os estudos publicados na primeira década do século XXI apontam ora para uma maior valorização das empresas adeptas de melhores práticas de governança corporativa (e.g. MILLER, 1999; SOARES, 2003; MARCON e SCHMITZ, 2005; SIQUEIRA e MACEDO, 2006 e SIQUEIRA, 2006), ora para resultados inconclusivos quanto a este desempenho (e.g. OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; BOHREN e ODEGAARD, 2004; ROGERS, RIBEIRO e SOUZA, 2005a e 2005b). Não obstante, deve-se afirmar que é provável que haja uma relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas, entretanto, permanece a questão se esta relação é consistentemente relevante ou não, especialmente face a crise financeira deflagrada em 2008.

A proposta deste trabalho é avaliar o impacto das expectativas de mercado (pesquisa Focus do Banco Central) no valor de mercado das empresas brasileiras em função de sua governança corporativa. Para tanto, adota-se o seguinte fluxo:

Variação na expectativa de mercado;

Impacto positivo/ negativo nos retornos futuros das empresas;

Aumento/ diminuição do valor de mercado das empresas;

Aumento/ diminuição do índice de mercado;

Aumento/ diminuição do valor médio de capitalização bursátil das empresas do índice.

As expectativas de mercado são aqui representadas pela pesquisa Focus do Banco Central, que consiste numa coleta mensal de expectativas de variáveis macroeconômicas brasileiras fornecidas por diversos participantes do Sistema Financeiros Nacional.

A forma escolhida para representar o valor de mercado das empresas brasileiras foi o valor de capitalização bursátil disponibilizado pela BM&FBovespa. Ainda assim, também optou-se por buscar os índices também calculados pela BM&F Bovespa uma vez que – conforme já foi apresentado – evidenciam a evolução do valor de mercado de suas empresas listadas em função de liquidez e adoção de prática de governança corporativa.

A capitalização bursátil consiste no valor de mercado das ações multiplicado pelo número de ações disponíveis, portanto, o valor total de capitalização de uma bolsa – ou referido índice – tem que ser igual a soma da capitalização de mercado de todas as empresas nela listada. Enquanto que o valor de capitalização bursátil apresenta um valor absoluto de mercado proveniente do produto do valor das todas as ações das empresas listadas por suas respectivas quantidades, o índice apresenta uma ponderação em função de seus critérios de seleção.

O Ibovespa e o IGC são compostos por uma seleção de ações de empresas conforme determinado critério, entretanto, os índices apresentam ponderações diferentes do capital bursátil. Isso significa que um índice tem uma ponderação em função das ações mais negociadas e com mais liquidez na bolsa de valores, num critério reavaliado periodicamente, enquanto que a capitalização bursátil é em

função do total de ações emitidas por cada empresa, fazendo com que isso só se altere mediante uma alteração no número de ações emitidas.

Diante disso, isolando a questão da variação no preço dos ativos negociados em bolsa, temos que os índices do Ibovespa e do IGC estão sujeitos a oscilações em suas ponderações em função da liquidez do ativo no mercado, enquanto que a capitalização bursátil esta sujeita a quantidade de ações emitidas. Isso torna a análise em função do valor médio de capitalização bursátil das empresas do índice um estudo que visa o desempenho das empresas num horizonte mais longo de tempo, isento de critérios de ponderações em carteiras teóricas.

A pesquisa se justifica pela certeza de que o tema governança corporativa seja importante para a identificação do ganho adicional no valor das empresas e pela contribuição que este terá dentro do campo de administração de empresas no Brasil.

1.2. Objetivo

Considerando os aspectos já mencionados podemos formular a seguinte questão:

Existe uma associação entre variações nas expectativas de mercado e valorização ou desvalorização da média de capitalização bursátil e índice de bolsa – Ibovespa e IGC?

A questão acima formulada nos leva ao objetivo

Verificar se há uma relação entre as variações nos distintos índices de mercado e nos distintos valores médios de capitalização bursátil com as variações nas expectativas de mercado de variáveis macroeconômicas.

Mais especificamente, busca-se investigar a existência e a natureza das relações entre as variáveis macroeconômicas com a implantação de práticas de

governança corporativa e como essa variação pode impactar no valor médio de capitalização bursátil das empresas.

Para atender ao objetivo supra mencionado foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1 : A variação de um índice de mercado está associada a uma variação em expectativas de variáveis macroeconômicas.

H2 : A variação de um valor médio de capital bursátil está associada a uma variação em expectativas de variáveis macroeconômicas.

De modo a validar as hipóteses vamos analisar e trabalhar com dois índices calculados e fornecidos diariamente pela Bovespa – o IGC e o IBOVESPA, assim como, com séries históricas do Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central do Brasil, a saber, a média das expectativas em: resultado primário do Brasil (Fiscal); investimento estrangeiro direto líquido (Balanço de Pagamentos); inflação acumulada nos próximos doze meses (IPCA); PIB total do Brasil; produção industrial; taxas de câmbio; e meta para a taxa Selic.

Com relação ao período de análise, ainda que o IGC tenha começado em junho de 2001, os valores referentes às expectativas de taxas de câmbio e meta para a taxa Selic só começaram a ser coletados e divulgados pelo Banco Central do Brasil a partir de agosto de 2002. Portanto, para a análise dispõe-se de uma base de dados de 81 observações, que começam no mês de agosto de 2002 e vão até o mês de abril de 2009.

2. Governança Corporativa

Atualmente, a governança corporativa, como campo de estudo, encontra-se no meio de uma grande e extensa discussão, envolvendo conceitos das áreas de direito, de contabilidade, e de finanças e economia, onde a combinação dos conceitos tem levado a um grande debate, tanto no campo teórico do pensamento acadêmico quanto no ambiente corporativo.

Entretanto como podemos definir governança corporativa visto seu caráter multidisciplinar? No Brasil, o IBGC apresentou a seguinte definição, bastante abrangente e estabelecendo seus principais objetivos:

“Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance). No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão.”

Para José Alexandre Scheinkman, Governança Corporativa seria:

“um conjunto de mecanismos que investidores não controladores (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar a expropriação [dos direitos dos minoritários e credores pelos administradores e majoritário]. Estes mecanismos prescrevem regras de conduta para a empresa e de ‘disclosure’, e garantem a observância das regras (enforcement).” Uma vez que, “em muitos casos, os responsáveis pela condução de uma empresa e/ou acionistas majoritários podem tomar decisões, após a venda de ações aos minoritários, que prejudiquem o interesse destes.”

Outra definição, mais pragmática, é a proposta por Shleifer e Vishny (1997) que define governança corporativa como um conjunto de restrições que os administradores aplicam sobre si próprios ou que os investidores aplicam sobre os administradores, de forma a reduzir a má alocação de recursos ex-post e motivar os investidores a investirem mais recursos ex-ante:

“A governança corporativa lida com as formas pelas quais os que financiam as corporações asseguram-se que vão obter um retorno sobre o seu investimento. Como os financiadores fazem os executivos lhes pagarem parte dos lucros? Como que eles se asseguram que os executivos não roubem o capital que eles fornecem ou o invistam em maus projetos? Como os financiadores controlam os executivos?”

A CVM por sua vez tem a seguinte definição:

“Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como os investidores e credores, facilitando o acesso ao capital.”

Paxson e Wood (1998) definem que a Governança Corporativa:

“Se refere às regras, procedimentos e à administração dos contratos da firma com seus acionistas, credores, empregados, fornecedores, clientes e governo”.

Para Monks e Minow (1995), Governança Corporativa seria:

“a governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas”.

Segundo Blair (1995), Governança Corporativa é:

“estabelecer regras sobre quem controla o que, quem toma que decisões e quem têm que responsabilidade sobre que exigibilidades sobre os recursos da companhia. O problema econômico e político central a ser resolvido é alocar direitos de controle e decisão a pessoas que têm o incentivo e a informação necessária para usar os recursos eficientemente para criar riqueza, assegurando, ao mesmo tempo, que os controladores sejam responsáveis perante todos os demais participantes que têm seus investimentos em risco”.

A OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) apresentou um conceito mais abrangente:

“Governança corporativa compreende a estrutura de relacionamento e correspondentes responsabilidades entre um grupo central formado pelos acionistas, membros do conselho de administração, e gestores designados para melhor promover o desempenho competitivo necessário para atingir os objetivos principais da corporação”.

Resumindo, governança corporativa tem como objetivo principal mostrar transparência para sociedade e principalmente para os investidores, podendo assim

garantir a eles o seu investimento, por meio de um conjunto de mecanismos de controle e gestão.

Tendo o conceito bem assimilado, ou seja, sabendo o que é Governança Corporativa, passaremos tentar entendê-la melhor na prática, respondendo algumas perguntas simples tais como: “Ela é igual em todos os países?”; “Quais suas falhas?”; “Como ela é aplicada no mundo e em especial no Brasil?”; entre outras perguntas.

Vamos descrever as particularidades desse tema no Brasil e em alguns países e principalmente no Brasil, para posteriormente podermos responder as perguntas formuladas anteriormente.

Inicialmente vamos retornar as definições de Shleifer e Vishny e Scheinkman. Elas possuem uma diferença tênue, mas muito importante entre o caráter que a governança corporativa possui de país para país. Scheinkman aborda um conceito muito aplicável ao Brasil enquanto Shleifer aborda um conceito mais aplicável a economias onde o mercado de capitais está desenvolvido. A diferença em questão é que no Brasil a governança busca alinhar interesses de controladores e minoritários, enquanto em países com mercados de capitais desenvolvidos, como os EUA, os interesses que devem se alinhar são dos administradores com os dos acionistas.

A diferença entre os conceitos nos remete aos dois modelos clássicos de Governança Corporativa: o anglo-saxão (que prevalece nos EUA e na Inglaterra) e o nipo-germânico (que prevalece na Alemanha e no Japão). Estes modelos estão diretamente relacionados com o nível de concentração de propriedade nos respectivos mercados de capitais.

La Porta et al. (1998), em sua pesquisa sobre a estrutura de propriedade das empresas, verificou que a estrutura varia entre os países, partindo da hipótese de que o elemento decisivo para a explicação das diferenças entre os sistemas de governança seria o grau de proteção legal oferecido aos investidores contra a

expropriação pelos gestores e pelos acionistas controladores, e o grau de proteção tem relação com o nível de concentração de propriedade de cada país.

Além de La Porta (1998) outros estudos demonstram que o modelo Anglo-Saxão é uma exceção restrita à apenas Inglaterra e aos EUA. Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores.

Dentro desses modelos, a idéia é tentar mostrar a evolução da Governança nestes países e no Brasil e suas respectivas diferenças.

2.1. Governança Corporativa no mundo

Os Estados Unidos é figura preponderante no modelo anglo-saxão de Governança Corporativa e é a origem dos movimentos pela implantação de boas práticas de governança corporativa no mundo. A origem da Governança se confunde com a raiz do modelo anglo saxão que consiste na pulverização de ações.

E como figura preponderante no modelo Anglo-Saxão, o mercado acionário norte-americano é caracterizado, fundamentalmente, pela pulverização das ações de suas companhias. Segundo Lethbridge (1997), esse mercado sinaliza, com relativa precisão, se uma empresa é bem ou mal administrada. Isso pode ser visualizado através do preço de mercado das ações da companhia. O sistema impõe ainda, controles rígidos quanto à posse de informações privilegiadas o que exige um elevado nível de transparência das empresas.

Os investidores institucionais (fundos de pensão) possuem uma enorme fonte de recurso para o financiamento das companhias nos EUA. Considerando que dinheiro é poder, Lethbridge (1997) afirma que estes fundos de pensão têm o poder de disseminar e pressionar as companhias a adotarem as práticas e normas da boa governança corporativa. Na verdade os fundos de pensão e fundações com a globalização não se ativeram em pressionar apenas as empresas americanas, mas também a todas as empresas com interesse de captação de recursos de terceiros

(não apenas nos EUA, mas em todo o mundo) a se adaptarem as novas práticas de boa governança corporativa.

Voltando a questão do modelo de governança e a proteção que o modelo de pulverização teoricamente fornece ao investidor, Okimura (2003), Assim como Lethbridge (1997), afirma que o modelo de governança corporativa existente nos Estados Unidos é o Anglo-Saxão. Modelo caracterizado pelo ambiente onde a propriedade das companhias está pulverizada (vários acionistas) com pouco poder individual devido à pequena parcela de propriedade, onde os investimentos estariam protegidos por um mercado acionário com alta liquidez e uma forte proteção legal aos acionistas minoritários.

Cintra (1999) exemplifica melhor a questão da dispersão do capital acionário das companhias norte-americanas, principalmente por conta da regulação do mercado:

“... a Securities Exchange Commission (SEC) desencoraja a concentração de ações nos portfólios dos agentes”

O receio dos agentes provém do fato de que todo o acionista ou instituição que adquire participação igual ou superior a 5% de qualquer empresa tem que dar informações a SEC sobre a origem do capital, as fontes de financiamento e os planos do grupo. Além disso, os acionistas que detêm informações privilegiadas (insider information) estão proibidos de negociar títulos que sofram influência direta desta, antes de ela se tornar conhecida do grande público.

Entretanto a proteção legal não foi suficiente para evitar problemas no mercado acionário americano e afetar a credibilidade dos mercados. Sendo assim, após os escândalos e fraudes contábeis que abalaram a economia norte americana, em julho de 2002, o governo americano decide sancionar a lei Sarbanes-Oxley Act, que levou o nome de seus idealizadores, Paul Sarbanes e Michael Oxley. A lei dava uma resposta do governo aos investidores acabando com o sistema de auto-regulação do mercado, definindo uma lei mais rígida para as companhias que optarem negociar suas ações na Bolsa dos Estados Unidos.

As companhias americanas experimentaram nos últimos anos mudanças em suas rotinas corporativas, e agora que estão devidamente adaptadas a lei Sarbanes-Oxley e a regras de governança. Entretanto as empresas e as autoridades americanas vivem um novo momento de mudança. Em um primeiro momento, as mudanças ocorridas nos Estados Unidos geraram melhoras nos sistemas de controles internos das empresas, mas vieram acompanhadas de custos significativos. Estes custos agora estão sendo levados em consideração nas mudanças que o congresso americano e os órgãos reguladores estão avaliando para não apenas proteger os investidores, mas também a saúde financeira das empresas.

Weinberg (2003) corrobora que estes custos devem ser analisados e comparados com os ganhos que eles proporcionam a sociedade:

“... a total eliminação da fraude - mesmo que possível - nem sempre é desejável. Isto porque a sua eliminação apresenta um custo, que deverá ser arcado por algumas das partes. Ou seja, a redução da fraude só é economicamente viável se o custo marginal da aplicação da lei for menor do que o ganho social advindo da melhora do relatório financeiro...”

De acordo com Lodi (2000) a preocupação com a Governança Corporativa na Inglaterra iniciou-se na década de 80 devido ao “Clube dos Conselheiros” que consistia na associação de seus membros nas empresas de uns nas dos outros, criando um ambiente propício à falta de transparência e dificuldade para sua fiscalização.

No início dos anos 90 o Banco da Inglaterra deu um importante passo para a implementação de práticas saudáveis de gestão e governança. Foi criada uma comissão, liderada por Adrian Cadbury, que elaborou um código de práticas de governança corporativa. A comissão Cadbury foi formada por membros da bolsa de valores, entidade de contadores entre outras. O relatório Cadbury foi editado em 1992, inspirado nas práticas do mercado de capitais norte-americano, procurando disciplinar as relações nos conselhos das empresas, buscando coibir as práticas do “Clube dos Conselheiros”. Ainda na década de 90, mais especificamente em 1998, foi produzido pelo Comitê Hampel um documento intitulado *Combined Code*, que

seguia as diretrizes definidas pelo relatório Cadbury. Esse documento definiu a principal função do Conselho de Administração e passou a ser uma das exigências da Bolsa de Londres para listagem das companhias.

O modelo antagônico ao modelo Anglo-Saxão, representado basicamente pelos EUA e a Inglaterra, é o Nipo-Germânico. No Japão e na Alemanha há uma forte concentração da propriedade, ao contrário do que ocorre nos EUA e na Inglaterra. Os bancos são os principais acionistas de grande parte das empresas, ocorrendo nestes países o fenômeno da propriedade cruzada entre as companhias. Assim sendo, não há nestes países a liquidez dos mercados de capitais anglo-americanos, ou seja, os investidores não podem exercer o controle das companhias via *equity*. O controle é externo, exercido pelos fornecedores, clientes e credores, dos quais os bancos também são acionistas, bem como pelos funcionários e até mesmo pelo Estado.

2.2. Governança Corporativa no Brasil

Segundo um estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), que ordenava países em função de um índice (criado por eles) de proteção a acionistas minoritários baseado nos direitos de voto, o Brasil não estaria mal colocado no ranking de Governança. Neste estudo o Brasil alcançou três pontos, sendo que África do Sul, Canadá, Chile, EUA, Hong Kong, Índia, Paquistão e Reino Unido alcançaram cinco pontos.

Outro estudo conhecido sobre o valor da Governança Corporativa é a pesquisa da McKinsey & Company (2000). Foram entrevistados diversos investidores na Europa, Ásia e América Latina com o objetivo de identificar se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa de boas práticas de governança corporativa e qual seria esse “prêmio” pela boa governança. A tabela abaixo demonstra os resultados da pesquisa:

Tabela 1 - Disposição dos acionistas em pagar prêmio por boas práticas de governança

País	Acionistas (%)¹	Prêmio médio (%)²
EUA	84	18,30
Inglaterra	84	17,90
Alemanha	79	20,20
Japão	82	20,20
Brasil	89	22,90
Argentina	82	21,20
México	90	21,50
Coréia	91	24,20
Venezuela	78	27,60
Indonésia	88	27,10
Malásia	88	24,90
Itália	71	22,00

Fonte: KPMG Business Magazine 11.

O Brasil está em uma posição mediana em relação à Governança no mundo devido apenas ao que foi feito a partir de meados dos anos 90; quando o termo passou a ser abordado, visto que com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começam a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas brasileiras, inicialmente através de investimentos realizados dentro do país e depois através da aquisição de ADR's representativos de ações de companhias nacionais nas bolsas americanas.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC – Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, que nada mais são do que princípios de governança corporativa.

Mais ainda, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado, aplicadas no mercado americano, que obrigaram as empresas a aperfeiçoar suas políticas de divulgação de informações.

¹ Acionistas que pagariam um prêmio maior para as empresas que praticam uma boa governança

² Valor do prêmio que os acionistas estão dispostos a pagar pelas boas práticas

A Governança no Brasil tem relação direta com a globalização de capitais e a conseqüente padronização das práticas contábeis, de governança e de gestão que o mundo vem vivendo.

2.2.1. Histórico

Na verdade podemos dizer que a governança corporativa no Brasil apareceu efetivamente em 1996, quando este termo ainda não existia, com a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). Até então, existiam iniciativas esparsas pregando a independência do conselho de administração, maior transparência e respeito aos investidores.

Em 1999, o IBCA transformou-se em Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Os principais objetivos do IBGC são:

- divulgar idéias e conceitos sobre governança corporativa;
- contribuir para a otimização da governança corporativa nas sociedades; tornar-se um importante fórum para assuntos relativos à governança corporativa;
- formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração; desenvolver a capacitação e o aperfeiçoamento profissional da atividade no que se refere às boas práticas de governança corporativa sejam eles acionistas, quotistas, associados, diretores, membros de conselhos de administração dentre outros, para que adotem ou aprimorem essas boas práticas;
- desenvolver a competência na atividade de conselho para sociedades e instituições que objetivam promover um sistema de excelência de gestão; e promover pesquisas sobre o tema.

Neste mesmo ano o IBGC, criou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, considerado um dos marcos da Governança no Brasil.

Podemos relacionar outros importantes marcos que foram implementados nos últimos anos com o objetivo de assegurar a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras:

- criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa em 2000;
- lançamento pelo IBGC do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 2001;
- aprovação da Lei nº 10.303/01 (nova lei das Sociedades Anônimas) depois alterada pela Lei nº 11.638/07;
- lançamento pela CVM da Cartilha de Boas Práticas de Governança Corporativa em 2002;
- lançamento, em edição revista e ampliada, da 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", em 2004;
- realização em 2005 da oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa.
- novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos dos Fundos de Pensão, em 2007;

Os marcos já mencionados pavimentaram o que hoje entendemos como Governança Corporativa no Brasil, entretanto podemos dizer que dois desses movimentos foram preponderantes para a melhoria do ambiente de Governança Corporativa no Brasil, de modo a colocar o Brasil em uma posição representativa na escala de práticas de Governança Foram eles: a criação do Novo Mercado e as mudanças na Lei das S.A.

Segundo a CVM a Lei 6.404/76, popularmente conhecida como a Lei das S.A., pode ser considerada um passo pioneiro no país na aplicação do conceito de governança corporativa. Esta lei regulamenta os procedimentos básicos que as organizações deveriam seguir em sua estrutura organizacional, direitos e deveres

dos gestores (ou administradores), direitos e obrigações dos acionistas e as normas contábeis. Em síntese, a lei padronizou diversas práticas existentes e instituiu algumas práticas de governança corporativa tais como: prestação de contas, legalidade, publicação de informações e outros detalhes. Mas em outros aspectos, foi ambígua em relação a assuntos contratuais e na concessão de alguns tipos de privilégios. Entretanto as suas mudanças recentes têm muito maior relação com a Governança como entendemos nos dias atuais.

Estas mudanças ocorridas em 2001 e 2007 tiveram por escopo introduzir um conjunto de disposições que se traduzem em maior proteção aos acionistas minoritários, sob a inspiração das modernas concepções de governança corporativa, em especial no que se refere ao aumento de proteção de interesses patrimoniais desses acionistas, bem como incremento da transparência e do dever de prestação de contas da administração das companhias. Entre as principais inovações da nova Lei das S.A. destacamos os seguintes pontos:

- proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital da companhia, estipulando a obrigação de se realizar oferta pública, por preço justo, sujeita a revisão por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% do capital social;
- redução da proporção no capital social entre ações preferenciais e ordinárias, para 50%, exigindo maior representatividade do capital social em ações com direito a voto, visando aumentar a quantidade de ações necessárias ao exercício do controle;
- eleição de um membro do Conselho de Administração por acionistas titulares de ações preferenciais que detenham pelo menos 10% do capital social. No caso de acionistas titulares de ações com direito a voto é assegurada a eleição de um membro a titulares de 15% do total das ações com direito a voto;
- direito dos acionistas titulares de ações com direito a voto de alienar suas ações por preço correspondente a 80% do valor das ações

integrantes do bloco de controle, em oferta pública a ser realizada quando da alienação do controle da companhia (tag-along);

- a criação de vantagens mais efetivas às ações preferenciais negociados no mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Uma das recentes inovações é a imposição de que as ações preferenciais com direito de voto restrito ou vetado somente serão negociadas no mercado de valores mobiliários se tiverem: I- direito ao dividendo de, no mínimo 25% do lucro (artigo 202 da Lei das S.A.), com prioridade a 3% do PL da ação, e igualdade de condições com as ordinárias; ou II- dividendo pelo menos 10% maior que as ordinárias; III- serem incluídas em oferta pública de alienação de controle (tag-along), assegurado dividendo pelo menos igual aos das ordinárias;
- o fortalecimento do direito de recesso, pois, além de se acrescentar a hipótese, em determinadas hipóteses, no rol das deliberações possíveis de recesso alterou-se o critério legal de dispersão, que passa a ser relacionado à espécie ou classe de ação do acionista dissidente;
- previsão da possibilidade de se instituir estatutariamente a arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários (art. 109, § 3º);
- ajustes de práticas e normas contábeis de modo a adaptá-las ao padrão internacional (IFRS);
- obrigatoriedade de auditoria independente em empresas com alto faturamento.

Além dessas mudanças, os poderes da CVM foram fortalecidos e este órgão passou a ser autofinanciado, isto é, suas receitas podem ser utilizadas para cobrir os próprios gastos. Até então, para funcionar, a CVM tinha de aprovar seu orçamento anual junto ao Tesouro, para onde fluíam diretamente suas receitas. Apesar de reduzir o superávit fiscal do governo (com a fiscalização da indústria de fundos, a

CVM vem conseguindo ser altamente lucrativa), essa medida dá ao órgão regulador condições de redimensionar sua estrutura para o tamanho do mercado.

2.2.2. Novo Mercado e os níveis de Governança da Bovespa

Outro marco importantíssimo para o fortalecimento e desenvolvimento da governança corporativa no Brasil foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis de governança corporativa pela Bovespa, com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro. Segundo a Bovespa, trata-se de segmentos destinados a negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem a adotar, voluntariamente, práticas diferenciadas de governança corporativa.

Os Níveis Diferenciados, formados pelo Nível 1 e 2, foram criados com o objetivo de permitir a migração de empresas que já possuem capital aberto, além de incentivá-las e prepará-las gradativamente à adesão ao Novo Mercado. Isso ocorre porque para que a empresa possa ser listada no Novo Mercado, ela precisa possuir apenas ações ordinárias, além de assumir o compromisso de não emitir preferenciais no futuro. Ou seja, a empresa precisa que todos os seus acionistas tenham direito de voto.

Apesar disso não ser algo muito complicado para aquelas empresas que estejam abrindo capital, trata-se de mudança muito radical para aquelas que já negociam ações na BOVESPA e, que, provavelmente, fazem ou já fizeram uso da emissão de ações preferenciais.

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão, criado em 1997, o “Novo Mercado”, que deu seqüência à criação dos “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”, foi anunciado em dezembro de 2000 e constitui um segmento especial de listagem de empresas dentro da BOVESPA.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem da Bovespa, ampliam os

direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações, usualmente, prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores maior segurança jurídica quanto à obediência aos compromissos firmados, com uma alternativa mais ágil e especializada.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa que implemente as práticas de governança corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento.

Na tabela abaixo relacionamos as principais exigências de cada nível diferenciado de governança definidos pela Bovespa, de modo a demonstrar as diferenças de cada um.

Tabela 2 - Comparativo de exigências nos níveis diferenciados

<u>Regras</u>	<u>Nível 1</u>	<u>Nível 2</u>	<u>Novo Mercado</u>
Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;	X	X	X
Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;	X	X	X
Melhoria nas informações prestadas, trimestralmente, incluindo a exigência de consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;	X	X	X
Divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;	X	X	X
Divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;	X	X	X
Divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options;	X	X	X
Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.	X	X	X
Mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;		X	X
Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;		X	X
Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;		X	X
Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;		X	X
Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível;		X	X
Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.		X	X
Emissão, exclusivamente, de ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto;			X
Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;			X
Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;			X
Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;			X
Estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;			X
Disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;			X
Introdução de melhorias nas informações prestadas, trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de apresentação do fluxo de caixa;			X
Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;			X
Divulgação de negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;			X
A companhia não deve ter Partes Beneficiárias em circulação, vedando expressamente, a sua emissão.			X

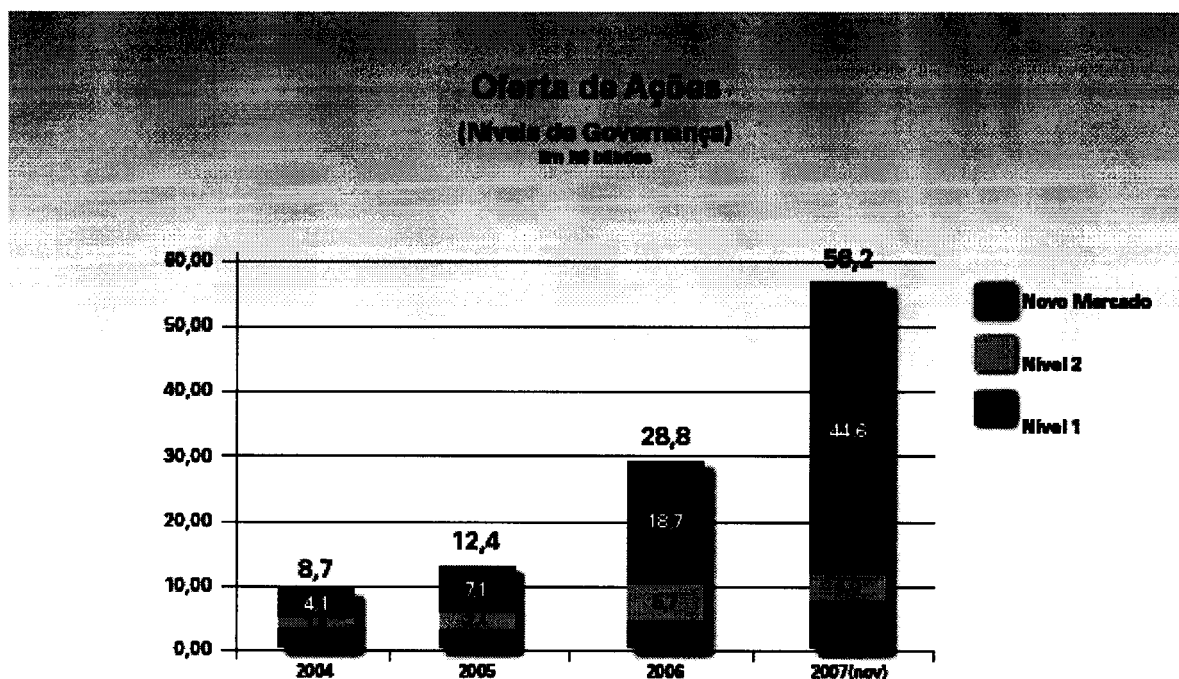
A tabela acima demonstra claramente que o Novo Mercado apresenta mais exigências que o Nível 2, que por sua vez apresenta mais exigências do que o Nível 1, em assuntos diversos como de disponibilização de informações a adesão a Câmara de Arbitragem. Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns

desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Enfim podemos afirmar que a criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que a Governança Corporativa passa a ter um papel preponderante nas decisões de investimento.

A prova do sucesso das mudanças ocorridas no mercado de capitais brasileiro e as boas práticas de governança vieram para ficar é que praticamente não houve listagem de novas empresas fora dos três níveis da Bovespa. Além disso, é possível verificar a preferência por realizar a abertura de capital no Novo Mercado, observando o Gráfico 1 abaixo, onde relacionamos as ofertas ocorridas desde 2004 na Bovespa.

Gráfico 1 - Ofertas de Ações por níveis de Governança

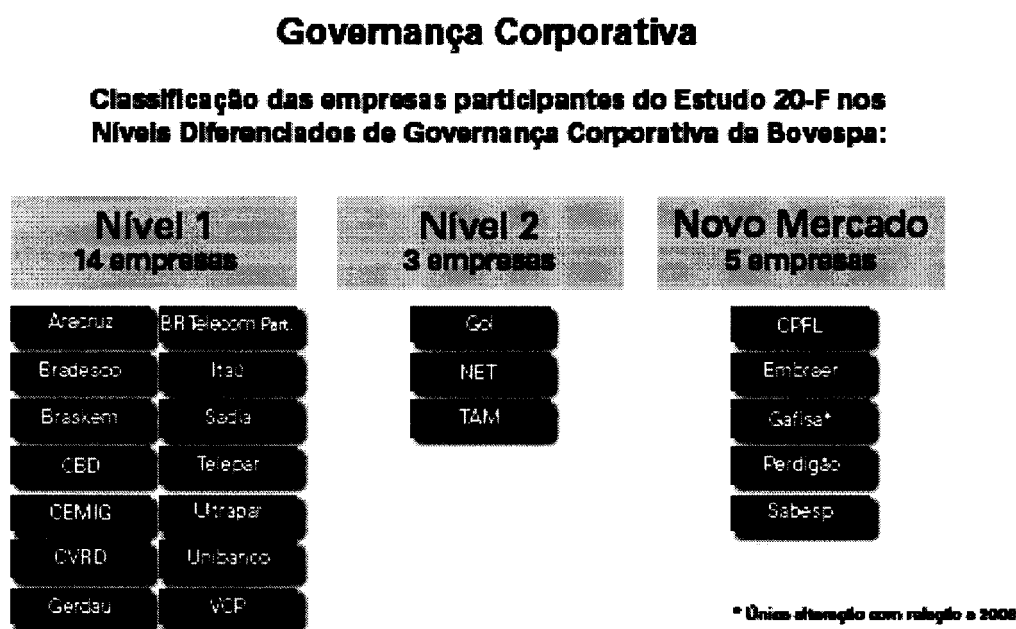


Fonte: CVM

Fonte: KPMG Business Magazine 11

Outra prova do sucesso das práticas de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro é o posicionamento das empresas brasileiras em estudos realizados nos EUA para empresas que possuem ações ou recibos negociados na NYSE. De acordo com um estudo realizado em 2007, as empresas brasileiras possuem posição de destaque conforme pode ser visto na figura abaixo.

Grafico 2 - Classificação das empresas participantes do Estudo 20F nos Níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa:



Fonte: 2º Estudo Sobre as Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil nos Estados Unidos - 2007
Base - Relatório Anual 20-F

Fonte: KPMG Business Magazine 11.

Apesar dos sucessos e das evoluções no modelo brasileiro de Governança, que o aproximam do modelo anglo-saxão, existem diferenças significativas entre os modelos brasileiro e americano, conforme já foi mencionado anteriormente. No quadro a seguir descrevemos algumas das principais diferenças entre os modelos.

Tabela 3 - Comparação dos sistemas de governança brasileiro e americano

Brasil	EUA
<ul style="list-style-type: none">• Controle das empresas é concentrado nas mãos dos fundadores e das famílias	<ul style="list-style-type: none">• O controle das empresas é pulverizado no mercado
<ul style="list-style-type: none">• Os conselhos de administração são pouco atuantes.• A estrutura dos conselhos é familiar.• Existem muitos <i>insiders</i> (acionistas no conselho)	<ul style="list-style-type: none">• Os conselhos de administração são muito atuantes junto à administração.• A estrutura dos conselhos é profissional.• Existem maior presença de <i>outsiders</i> (conselheiros independentes)
<ul style="list-style-type: none">• Menor transparência dificulta a relação entre acionistas e empresa, impossibilitando os minoritários de agregar valor.	<ul style="list-style-type: none">• Maior transparência facilita a relação entre os acionistas e a empresa, possibilitando a criação de valor.

Fonte: Lodi (2000).

Conforme tabela acima pode-se verificar que – ainda que caminhando numa mesma direção – as diferenças entre os sistemas de governança corporativa do Brasil e EUA concentram-se em: questão de controle das empresas; constituição de conselhos; e transparência das empresas (Lodi, 2000).

3. Referencial teórico da Governança Corporativa

Segundo Vergara (2003), um referencial teórico tem por objetivo apresentar os estudos sobre o tema, ou melhor, sobre o problema, já abordados por outros autores. Faz, portanto, uma revisão da literatura existente, no que concerne não só ao acervo de teorias e as suas críticas, como também a trabalhos realizados que as tomam como referência.

Vimos as diferenças básicas dos modelos de governança e em quais países eles estes modelos se destacam, neste capítulo tentaremos entender melhor as questões centrais da eficiência da Governança Corporativa.

Jensen e Meckling *apud* Andrade (2006) comentam que a possibilidade de contratação de gestores, que não necessariamente participam do capital da empresa, conduz ao problema da separação entre propriedade e controle. Este problema parte do pressuposto que os agentes são oportunistas e agem em interesse próprio. Esse pressuposto foi identificado como Conflito da Agência, segundo o qual, no decorrer de uma transação podem ocorrer ações, praticadas pelo Agente (gestores), que prejudiquem o Principal (acionista).

Essa relação conflitante fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que alinhassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os primeiros procurassem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, maximizando assim a riqueza a partir do que foi investido.

Carvalho *apud* Andrade (2006) comenta que o problema de agência aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada principal) depende das decisões tomadas por outra (denominada agente), embora o gestor deva tomar decisões em benefício do acionista, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente.

Dentro desse espírito que a Governança Corporativa aparece como um dos principais mecanismos de alinhamento desses interesses tendo como base o tripé:

- transparência (disclosure),
- prestação de Contas (accountability),
- equidade (fairness).

De modo a seguir e atender os princípios acima e conseqüentemente alinhar os interesses, algumas organizações criam estruturas de *Compliance* para verificar se os gestores estão agindo em conformidade com as leis, regulamentos internos e externos, normas e princípios da cultura organizacional que garantam as melhores práticas. Estas estruturas permitem o controle e monitoramento de atividades do gestor e compreendem custos internos de coordenação das firmas.

Neste sentido podemos dizer que os pilares teóricos da governança corporativa, independente do modelo são: o conflito da agência e os custos de agência.

3.1. Conflito da agência

Atribuem-se a Berle e Means (1932), com seu trabalho *The modern corporation and private property*, os primeiros passos da teoria da agência. Entretanto, segundo Okimura (2003), quase duzentos anos antes, Adam Smith (1776) já antecipava atitudes dos administradores, como “(...) negligência e gastos excessivos (...)”, que davam mostras de que não se poderia esperar que os diretores “(...) cuidem destes recursos com o mesmo cuidado com que um sócio numa sociedade privada cuidaria de seu dinheiro”. Para Smith, nas relações de troca, o homem não seria movido por atitudes de altruísmo ou benevolência, mas por ganhos individuais baseados no racionalismo e no interesse pessoal.

No entanto, foram Berle e Means (1932) apud Okimura (2003), em trabalho seminal, que identificaram o aparecimento de uma nova corporação, em que a propriedade e a gestão se tornavam “divorciadas”, o que propiciaria as condições e o ambiente favorável para uma relação nada amigável entre administradores e acionistas.

Também segundo Okimura (2003) os primeiros estudos formais focados na teoria da agência datam do início da década de 1970, através de artigos de Spence e Zeckhauser em 1971 e Ross em 1973. Suas análises estão centradas no processo de remuneração dos administradores das empresas, com o objetivo de tentar conjugar os interesses daqueles, com o interesse dos acionistas.

Segundo Daily, Dalton, Cannella (2003), a teoria da agência visa lidar com os problemas que surgiram com a separação entre propriedade e gestão, chamados problemas de agência, e tem representado a perspectiva teórica dominante aplicada aos estudos de governança corporativa.

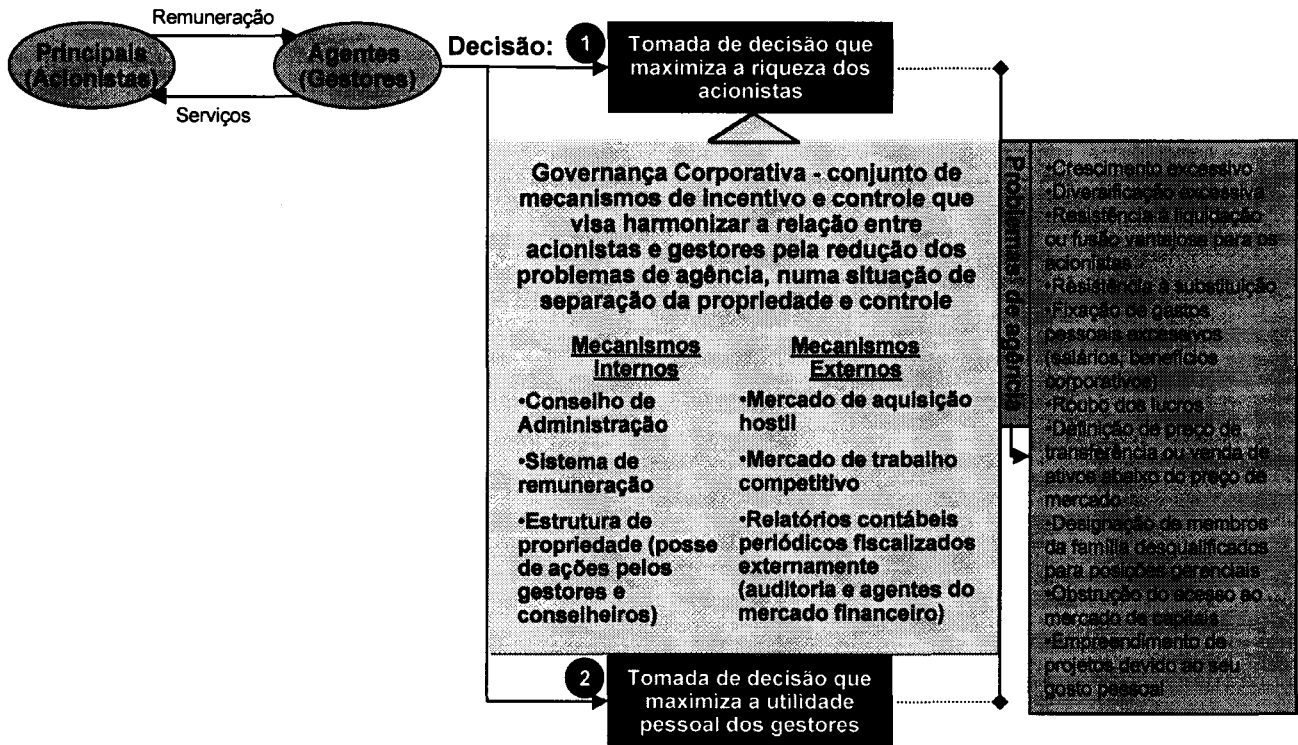
Agora trazendo o problema do conflito da agência para a realidade brasileira, podemos dizer que o conflito da agência não é definido entre acionistas e gestores, mas sim na relação conflituosa entre acionistas controladores e minoritários.

Silveira (2002) vai além e afirma que este é o conflito na maior parte do mundo, e não apenas no Brasil. Segundo ele, isso decorre basicamente do fato de que na maioria dos países, com exceção de Estados Unidos e Reino Unido (cuja estrutura de controle é bastante pulverizada), existe uma estrutura de propriedade bastante concentrada e com participação ativa de grandes acionistas. Essa concentração é capaz de reduzir os conflitos entre acionistas e gestores, mas acaba agravando outro problema, relacionado ao conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

La Porta et al (2000), também mostra que o paradigma do gestor versus acionista é uma exceção restrita à Inglaterra e aos EUA. Na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém o controle da empresa e aponta seus administradores. Dessa forma, boa governança passa a representar a adoção de medidas que protejam os minoritários das ações dos controladores. Essa mudança de ótica trouxe a percepção de que governança corporativa pode ser definida de várias maneiras, dependendo do problema de agência que se enfrenta.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) os administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas. Segundo ele, pesquisas constataam reações anormais de preços de ações em relação a um tipo particular de anúncio de evento. Se a reação é, em média, significativamente negativa, como normalmente acontece para os arrematadores quando anunciam uma aquisição, então isso sugeriria que o evento não ocorre particularmente no interesse dos acionistas, e vice-versa.

Gráfico 3 - O problema de agência dos gestores e a governança corporativa



Fonte: Silveira (2004).

Resumidamente podemos entender que a teoria da agência tem um papel relevante na Governança Corporativa, seja no modelo anglo-saxão, onde o conflito é entre o gestor e o acionista como nos outros modelos (onde não existe pulverização do controle), onde o conflito é entre o acionista controlador e minoritário.

3.2. Custos de agência

O chamado Custo de Agência é o resultado em termos de perda de riqueza incorrida por uma firma como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais.

O desalinhamento de interesses entre o gestor e o acionista ou entre o acionista controlador e minoritário, pode, até certo ponto, ser atenuado pelo primeiro, mediante a implementação de mecanismos de monitoramento e incentivos. Mas, para a criação e o gerenciamento desses instrumentos, o principal incorre em custos.

Segundo Jensen e Meckling apud Okimura (2003), os custos de agência são o somatório de:

- custos de elaboração e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
- despesas de monitoramento das atividades dos agentes, como custos de elaboração de relatórios, sistemas de informação e divulgação;
- gastos realizados pelos próprios agentes, a fim de promover a transparência de informações entre eles e o principal;
- perdas residuais, provenientes da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal;

Silveira (2004) destaca que os custos de agência do tipo “perdas residuais” se manifestam recorrentemente por meio de decisões, tomadas pelos gestores, não maximizadoras da riqueza dos acionistas.

Quando pensamos em concentração de propriedade, quando o problema de agência é entre o acionista controlador e o minoritário, também haverá custos a serem compartilhados, entretanto com proporções e características diferentes. Os grandes acionistas podem contornar o problema de agência, porque possuem poderes suficientes para que seus interesses sejam respeitados; entretanto mesmo assim incorrerão em custos. Um exemplo é o risco excessivo assumido, pelos grandes acionistas, pela não diversificação de seus investimentos, ressaltam Demsetz e Lehn, apud Shleifer e Vishny (1997). O conceito geral é que os grandes acionistas tendem a serem demasiadamente conservadores, a fim de gerenciar riscos de perdas, podendo assim perder ótimas oportunidades.

Conforme já mencionado quando abordamos a Sarbanes Oxley, o mercado americano encontra-se agora discutindo o ponto de equilíbrio entre os custos de implantação dos controles determinados pela lei e o benefício efetivo para os

acionistas, ou seja, até que ponto que os controles em vez de maximizar riqueza dos acionistas, não está na verdade reduzindo-os.

Resumidamente podemos entender que os custos de agência existem e devem permanecer existindo. A grande questão é a otimização deles de modo encontrar um ponto de equilíbrio entre os interesses das partes – gestor/ acionista (EUA/ Inglaterra) ou acionista controlador/ minoritário (maioria dos demais países).

3.3. Desempenho proveniente da Governança Corporativa

Diversos estudos foram publicados sobre o desempenho das empresas em relação a governança corporativa, tendo cada um desses estudos uma abordagem específica.

Com base numa amostra de 1.721 empresas americanas, Nelson (1999) constatou a existência de indicadores entre a adoção de boas práticas de governança e desempenho financeiro nas empresas, enquanto Miller (1999) avaliou o impacto da listagem de empresas em mercados internacionais e constatou retornos anormais positivos em torno da data de anúncio, implicando benefícios nesses processos. Pelo seu estudo, enquanto que as empresas que lançaram ADR para o nível I praticamente não tiveram retornos anormais significativos, as empresas que lançaram ADR para os níveis II ou III evidentemente tiveram retornos anormais.

Com base em dados da bolsa de valores de Oslo, Bohren e Odegaard (2004) verificam que o desempenho econômico está ligada a governança corporativa, entretanto, isto se verifica somente quando o desempenho é mensurado pelo retorno sobre ativos, e não quando usa-se o valor de mercado das empresas.

Okimura (2003) acompanhou a estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho de mais de 100 empresas brasileiras por um período de 5 anos e concluiu que:

De forma geral, a relação entre estrutura de propriedade e controle e valor é diferente daquela entre estrutura de propriedade e controle e desempenho, sendo essa relação mais evidente em relação com o valor da empresa – ou seja, a percepção do mercado e dos investidores parece ser mais evidente. A fraca evidência de presença de endogeneidade nas variáveis de estrutura de propriedade corrobora a hipótese de que a estrutura de propriedade é um fator determinante do valor e desempenho das empresas, pelo menos, parcialmente. (OKIMURA, 2003)

Soares (2003) estudou se os acionistas estão dispostos a pagar mais por ações de empresas que adotam boas práticas de governança corporativa. Por meio da análise do ingresso da Aracruz, Ripasa, VCPO, Klabin e Suzano no Nível 1 de governança corporativa o autor confirma a sua hipótese para três das cinco empresas estudadas: Aracruz, Ripasa e VCP.

O estudo de Silveira (2004) investigou os possíveis determinantes da qualidade de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. Neste estudo o autor encontra uma relação direta entre o fluxo de caixa e o seu grau de governança corporativa – entretanto – essa relação não é estatisticamente relevante, mas os resultados oferecem evidências a favor da hipótese de que a separação entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa é prejudicial para a governança corporativa.

O estudo de Marcon e Schmitz (2005) analisa a relação entre governança corporativa das empresas listadas na Bovespa e o seu desempenho para o período de 1995 a 2003, sendo que os resultados sugerem uma performance superior das empresas com menor concentração acionária, o que implica um melhor desempenho às empresas com melhores práticas de governança corporativa.

Black, Jang e Kim (2005) estudaram companhias coreanas listadas e criaram um índice para 515 empresas baseando-se numa pesquisa na bolsa de valores coreana de 2001. Com base nesse índice os autores constataram que há relação entre um bom índice de governança corporativa e um maior valor de ação em mercados emergentes.

A pesquisa de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005a e 2005b) contemplou o IGC e o Ibovespa de 2001 a 2004, com o intuito de verificar se a adoção de modelos de governança corporativa eficazes aumentam a liquidez, o volume de negociação, a valorização e reduzem a volatilidade das ações das empresas, reduzindo assim a exposição a fatores macroeconômicos. Mas o trabalho conclui que algumas variáveis macroeconômicas afetam mais o IGC do que o Ibovespa, e vice-versa, sendo que no limite parece que o IGC comporta-se de forma semelhante ao Ibovespa frente aos fatores macroeconômicos.

A pesquisa de Siqueira e Macedo (2006) buscou analisar o impacto de fatores macroeconômicos – Risco-Brasil, taxa Selic e dólar norte-americano – no Ibovespa e no IGC para o período de 2002 a 2005. Este trabalho conclui que os impactos da governança podem trazer vantagem de retorno, mas não apresentam reflexos relevantes em termos de redução de risco.

O trabalho de Siqueira (2006) comparou o IGC e o Ibovespa durante o período de 2002 a 2005 e apresenta que na análise empírica da rentabilidade semestral em todos os períodos o IGC apresenta uma rentabilidade superior ao Ibovespa, evidenciando os melhores retornos e criação de valor.

De forma geral, os estudos referente ao tema não foram conclusivos quanto a maior valorização das empresas, entretanto é provável que haja uma relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e o desempenho das empresas.

Vale destacar a pesquisa global de Johnson et al (1999) e a pesquisa focada no mercado brasileiro de Srour (2005), que buscam uma relação entre Governança Corporativa, retorno e volatilidade dos ativos negociados no mercado, também considerando variáveis macroeconômicas.

Conforme o modelo de Johnson et al (1999), enquanto o mercado estiver em crescimento não há um incentivo a defesa dos investidores, uma vez que há retornos consistentemente positivos e os gestores não vêem necessidade de se apropriar em detrimento dos demais investidores. Entretanto, diante da expectativa

de diminuição do crescimento, surge a necessidade de uma boa governança corporativa. Os autores afirmam que:

Without effective shareholder protection, a mild shock can entail a large increase in stealing, which in turn causes a large depreciation. According to this argument, a country can grow rapidly for an indefinite period even if it has weak protection for shareholder rights. But weak institutions of this kind make a country vulnerable, in the sense that a small negative shock to expected future earnings can have a large effect on the economy. (JOHNSON et al, 1999)

Partindo deste pressuposto dos autores, estruturas protetoras dos direitos de investidores são relevantes para a volatilidade do mercado. O resultado da pesquisa de Johnson et al (1999) em seu modelo apresenta que de forma geral a governança corporativa e a proteção dos direitos dos acionistas minoritários são relevantes para o mercado, sendo que conforme os autores:

Corporate governance can be of first order importance for determining the extent of macroeconomic problems in crisis situations. The "Asian Crisis" of 1997-98 affected all the "emerging markets" open to capital flows. Measures of corporate governance, particularly the effectiveness of protection for minority shareholders, explain the extent of depreciation and stock market decline better than do standard macroeconomic measures. A possible explanation is that in countries with weak corporate governance, worse economic prospects result in more expropriation by managers and thus a larger fall in asset prices. (JOHNSON et al, 1999)

Já Srour (2005) explora a eficácia da Governança Corporativa em firmas brasileiras em situações de choque – Crise Asiática (julho de 1997 a agosto de 1998), Desvalorização do Real (janeiro de 1999 a janeiro de 2000) e Crise de 11 de Setembro (setembro de 2001) – constatando que empresas com melhores práticas de governança apresentam um retorno menos volátil em comparação com companhias que proporcionam uma menor proteção.

Esse resultado decorre do objetivo do controlador da firma que, ao maximizar o seu benefício total, enfrenta o trade off em aumentar o valor da firma (dependente do retorno do mercado) ou em desviar recursos dos projetos. Por exemplo, em choques negativos de retorno, as boas práticas de governança mitigam o incentivo do controlador em desviar recursos, protegendo, assim, o valor da firma para os acionistas minoritários. Por outro lado, em momentos de choques positivos de retorno, o raciocínio inverso

valeria e as firmas de pior governança teriam desempenho relativo melhor, uma vez que o incentivo à redução de desvios de recursos e sua consequente redução no valor de mercado das empresas é alterado de forma mais significativa para tais firmas. (SROUR, 2005)

O estudo de Srour (2005) mostra que os retornos das firmas observadas durante os períodos de crise analisados são diretamente afetados pelas características relacionadas com sua governança, onde encontrou-se evidência de que estas características diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choque. Durante a crise de 11 de setembro as empresas participantes do grupo diferenciado da BOVESPA ou que estavam listadas nos programas de ADR (níveis II e III) apresentaram um retorno relativo, respectivamente, 6% e 7% maior.

4. Modelos propostos

A forma escolhida para representar o valor de mercado das empresas brasileiras foi o valor de capitalização bursátil disponibilizado pela BM&FBovespa. Ainda assim, também optou-se por buscar os índices também calculados pela BM&F Bovespa uma vez que – conforme apresentado a seguir – evidenciam a evolução do valor de mercado de suas empresas listadas em função de liquidez e adoção de prática de governança corporativa.

Ainda que mercados grandes não necessariamente funcionem de forma eficiente, Levine e Zervos (1996) afirmam que muitos observadores usam a taxa de capitalização como um indicador de desenvolvimento do mercado. Esse valor é apurado pelo resultado da multiplicação da quantidade de cada tipo/classe de ação de emissão da empresa pela sua respectiva cotação de mercado, e proporciona um dado econômico comparável entre as diversas bolsas de valores mundiais³.

³ A World Federation of Exchanges (www.world-exchanges.org) consolida as estatísticas de diversas bolsas de valores periodicamente.

Tabela 4 - Evolução do Bovespa, Ibovespa e IGC de 2001 a 2008

Data	Número de empresas listadas			Média de capitalização bursátil em R\$ milhões			Pontos do Índice	
	Bovespa	Ibovespa	IGC	Bovespa	Ibovespa	IGC	Ibovespa	IGC
dez/01	428	48	17	1,005	6,135	4,290	13,509	1,011
dez/02	399	47	28	1,098	6,256	3,328	11,268	1,027
dez/03	369	45	35	1,834	10,970	6,563	22,236	1,845
dez/04	358	45	46	2,528	14,267	7,514	26,196	2,545
dez/05	343	48	64	3,290	17,526	8,282	33,455	3,659
dez/06	350	48	91	4,414	24,597	9,814	44,473	5,170
dez/07	404	57	153	6,133	30,964	9,131	63,886	6,801
dez/08	392	59	158	3,508	18,435	5,194	37,550	3,697

Fonte: Dados disponíveis no sítio da BM&Fbovespa – valores descritos nas datas base 31/12.

A tabela acima demonstra a evolução mensal do número total de empresas listadas no Bovespa, assim como no Ibovespa e IGC, acompanhado do valor médio de capitalização por empresa e do valor dos índices. Percebe-se que o número de empresas listadas no IGC apresentou um aumento considerável de 2001 a 2008. Após seis anos de crescimento constante, tanto o valor médio de capitalização quanto os índices de bolsa apresentaram uma grande desvalorização no ano de 2008. Também faz-se importante notar que a média de capitalização do Ibovespa é consistentemente maior do que a do IGC, que, por sua vez, é consistentemente maior do que a da Bovespa.

O modelo econômico proposto por Johnson et al (1999) faz uso de cinco variáveis macroeconômicas: déficit orçamentário, política monetária, conta corrente, reservas internacionais, e dívida externa, enquanto que Rogers, Ribeiro e Sousa (2005a e 2005b) usam seis: desempenho macroeconômico (PIB), taxa de câmbio, risco-país, desempenho dos mercados de capitais internacionais, inflação, e taxa de juros e Siqueira e Macedo (2006) fazem uso de três: taxa de câmbio, risco-país, e taxa de juros.

Para fins de análise deste trabalho selecionou-se as variáveis macroeconômicas disponibilizadas no Sistema de Expectativas de Mercado do

Banco Central do Brasil, em linha com as variáveis selecionadas pelos demais trabalhos acadêmicos estudados (JOHNSON et al, 1999; ROGERS, RIBEIRO e SOUSA, 2005a e 2005b; SIQUEIRA e MACEDO, 2006), sendo elas: (i) a média da expectativa do resultado primário do Brasil (Fiscal); (ii) a média da expectativa do investimento estrangeiro direto líquido (Balanço de Pagamentos); (iii) a média da expectativa da inflação acumulada nos próximos doze meses (IPCA); (iv) a média da expectativa do PIB total; (v) a média da expectativa da produção industrial; (vi) a média da expectativa da taxas de câmbio; e (vii) a média da expectativa da meta para a taxa Selic.

A diferença crucial entre o conjunto de variáveis selecionado e as variáveis usadas nos modelos anteriormente citados é o fato de serem expectativas de mercado, e não valores efetivamente consumados. Estas variáveis foram selecionadas por serem as aproximações – por meio de expectativas – mais fiéis às variáveis selecionadas pelos trabalhos acadêmicos nacionais e internacionais que relacionam rentabilidade, governança corporativa e variáveis macroeconômicas, apresentando ainda o incremento de serem efetivamente expectativas concebidas pelo mercado, e não valores efetivos já consumados. Desta forma, temos um estudo sobre o impacto de expectativas sobre o valor presente de mercado de empresas.

Os modelos de análise propostos são os seguintes:

$$CAP_n = \beta_1 + \beta_2FIS + \beta_3BAL + \beta_4IPC + \beta_5PIB + \beta_6PRO + \beta_7DOL + \beta_8SEL$$

$$IND_n = \beta_1 + \beta_2FIS + \beta_3BAL + \beta_4IPC + \beta_5PIB + \beta_6PRO + \beta_7DOL + \beta_8SEL$$

Onde:

CAP_n = Variação mensal da média de capitalização bursátil deflacionada pelo IGP-M, sendo “n” Bovespa, Ibovespa ou IGC;

IND_n = Variação mensal do índice deflacionada pelo IGP-M, sendo “n” Ibovespa ou IGC;

FIS = Variação mensal da média da expectativa do resultado primário do Brasil;

BAL = Variação mensal da média da expectativa do investimento estrangeiro direto líquido;

IPC = Variação mensal da média da expectativa da inflação acumulada nos próximos doze meses;

PIB = A variação mensal da média da expectativa do PIB total;

PRO = A variação mensal da média da expectativa da produção industrial;

DOL = A variação mensal da média da expectativa da taxas de câmbio; e

SEL = A variação mensal da média da expectativa da meta para a taxa Selic.

Os modelos propostos são solucionáveis por meio de mínimos quadrados, onde testar-se-a se o impacto nas variáveis dependentes será determinado pelas variáveis independentes. Caso o β de uma ou mais variável independente for estatisticamente diferente de zero, isso implicará que a determinada variável exerce influência na variável dependente.

Para o usufruto de tais modelos dispõe-se de uma base de dados de 81 observações mensais, que começam no mês de agosto de 2002 e vão até o mês de abril de 2009.

4.1. Variáveis dependentes

A seguir apresenta-se as variáveis dependentes que foram usadas no modelo proposto. Como variável dependente para o índice de bolsa foi usado ora o IGC, ora o Ibovespa, e para a capitalização bursátil foram usados os valores do Bovespa, IGC ou Ibovespa.

4.1.1. IGC – Índice de ações com governança corporativa diferenciada

Já existe uma maneira simples de mensurar a valorização de ações de empresas com níveis de Governança da Bovespa. A Bovespa criou um índice – o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) – que de acordo com manual da Bovespa, tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de

governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa.

Tendo a empresa aderido aos Níveis 1 ou 2 da Bovespa, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se for considerada de baixíssima liquidez. Se a empresa emissora entrar em regime de concordata ou falência, as ações de sua emissão também serão excluídas da carteira do índice.

No caso de oferta pública que resultar em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado, suas ações serão excluídas da carteira. Nessas eventualidades, serão efetuados os ajustes necessários no índice.

A cada quadrimestre, ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano, serão efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se alguma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação (ver critério de ponderação). Nessa ocasião, também poderão ser excluídas ações que não estiverem atendendo a requisitos mínimos de liquidez.

As ações constituintes da carteira do índice serão ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator será igual a 2 para os papéis do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1.

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20%, quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste).

O divisor da fórmula do índice será alterado sempre que necessário para acomodar inclusões ou exclusões, nas reavaliações das carteiras, ou ainda, quando de eventuais ajustes decorrentes de proventos/eventos dados pelas empresas.

O peso específico de cada ação no índice poderá alterar-se ao longo da vigência da carteira, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa emissora.

Quando da distribuição de proventos por empresas emissoras de ações pertencentes ao índice, efetuar-se-ão os ajustes necessários de modo a assegurar que o índice reflita não somente as variações das cotações da ação, como também o impacto da distribuição dos proventos. Em função dessa metodologia, o IGC é considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira.

A Bovespa calculará o IGC em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira.

Também, de forma a medir o retorno total de sua carteira teórica, o IGC será ajustado sempre que ocorrer distribuição de proventos pelas companhias emissoras das ações integrantes de seu portfólio.

Os ajustes se classificam em Ajustes usuais: i) Ajustes para proventos em ações do mesmo tipo (bonificações/ desdobramentos/ grupamentos/ subscrições); ii) Proventos em dinheiro outros eventos. Iii) Ajustes especiais: iv) Ajustes em caso de Cisão de empresas; v) Ajustes em caso de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações; vi) Ajustes em caso de Incorporação.

4.1.2. IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

Segundo informações colhidas junto a BOVESPA, o índice Bovespa (IBOVESPA) foi implementado em 1968 e tornou-se um importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância

advém do fato do IBOVESPA retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica.

O IBOVESPA significa o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações desde sua constituição (02/01/1968). Para a valorização do índice, supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

A finalidade básica do IBOVESPA é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na BOVESPA.

Principais características do IBOVESPA:

- em termos de liquidez: As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BOVESPA;
- em termos de capitalização bursátil: As empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA.

A BOVESPA calcula seu índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote-padrão) com ações

componentes de sua carteira. Sua divulgação é feita pela rede de difusão da BOVESPA e também retransmitida por uma série de "vendors", sendo possível, dessa forma, acompanhar "on line" seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo. O IBOVESPA utiliza uma metodologia de cálculo simples, com seus dados à disposição do público investidor, assegura uma grande confiabilidade ao Índice Bovespa.

A BOVESPA é responsável pela gestão, cálculo, difusão e manutenção do IBOVESPA. Essa responsabilidade assegura a observância estrita às normas e procedimentos técnicos constantes de sua metodologia.

4.1.3. Capitalização bursátil

A capitalização bursátil consiste num valor patrimonial obtido pelo produto do valor de mercado de diversas empresas pela respectiva quantidade de ações emitidas por elas. Portanto, a capitalização bursátil do Bovespa consiste no produto do valor de mercado de todas as ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo pela respectiva quantidade de ações emitidas por cada uma dessas empresas.

Analogamente, as capitalizações bursáteis tanto do Ibovespa quanto do IGC consistem no produto do valor de mercado de grupos distintos de ações de empresas por suas respectivas quantidades.

O valor de capitalização bursátil médio representa o valor de capital bursátil de um referido mês dividido pela quantidade de empresas que constituem a bolsa ou o índice. O valor de capitalização bursátil médio dispõe qual é o valor médio de capitalização das empresas que constituem esta bolsa ou índice.

Enquanto que índices de bolsas apresentam peculiaridades e critérios específicos em função de seus mercados, dados referentes a capitalização de

empresas e bolsas de valores são expressos em valor financeiros absolutos, o que permite uma comparação em larga escala no mercado internacional⁴.

4.2. Variáveis independentes

Conforme a Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores – GERIN do Banco Central do Brasil, a “(...) Pesquisa de Expectativas de Mercado foi iniciada em maio de 1999, como parte da transição para o regime de metas inflacionárias. Seu objetivo é monitorar a evolução do consenso de mercado para as principais variáveis macroeconômicas, de forma a gerar subsídios para o processo decisório da política monetária.”⁵

O sistema de expectativas de mercado calcula estatísticas da amostra diariamente, permitindo a geração de relatórios para os analistas do Banco Central do Brasil, e sendo disponibilizados periodicamente para os demais participantes do mercado.

O pesquisa acompanha diferentes índices de preços, crescimento do PIB e da produção industrial, taxa de câmbio, taxa Selic, variáveis fiscais e indicadores do setor externo. Estas expectativas são providas por diversos agentes do mercado brasileiro que alimentam o sistema diariamente com suas expectativas⁶.

Vale citar que os valores referentes às expectativas de taxas de câmbio e meta para a taxa Selic só começaram a ser coletados e divulgados a partir de agosto de 2002.

4.3. Resultados obtidos

Com os modelos propostos foram feitas cinco regressões lineares pelo método de mínimos quadrados. Um estudo por meio de regressão linear consiste

⁴ Vide, por exemplo, o relatório anual da World Federation of Exchanges, disponível em www.world-exchanges.org/statistics/annual/, com informações acerca da capitalização do mercado.

⁵ Informação disponibilizada no site do Banco Central do Brasil, acessada em 29/05/2009, no endereço <http://www4.bcb.gov.br/?FOCUSINTRO>.

⁶ Mensalmente o Banco Central do Brasil disponibiliza no endereço <http://www4.bcb.gov.br/?RELTOP5> a relação das 5 instituições participantes da pesquisa de apresentaram a menor margem de erro em suas expectativas.

num meio matematicamente objetivo de se estabelecer uma equação matemática linear que descreva um relacionamento entre um conjunto de variáveis (SETEVENSON, 1981).

Para uma análise por método de mínimos quadrados determina-se uma variável dependente e um conjunto de variáveis independentes, onde a finalidade da equação de regressão será estimar os valores da variável independente com base em valores conhecidos das variáveis independentes, sendo o resultado apresentado na tabela abaixo:

Tabela 5 - Resultado das regressões (ANOVA)

		<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Signif. F</i>
CAP Bovespa	Regression	7	625,301	89,329	86.95	0.0000
	Residual	73	74,997	1,027		
	Total	80	700,298			
CAP Ibovespa	Regression	7	1,420,618	202,945	107.88	0.0000
	Residual	73	137,324	1,881		
	Total	80	1,557,942			
CAP IGC	Regression	7	92,711	13,244	81.63	0.0000
	Residual	73	11,844	162		
	Total	80	104,555			
IND Ibovespa	Regression	7	568,606	81,229	67.68	0.0000
	Residual	73	87,612	1,200		
	Total	80	656,218			
IND IGC	Regression	7	2,988,290	426,899	93.67	0.0000
	Residual	73	332,692	4,557		
	Total	80	3,320,982			

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 6 - Resultado dos coeficientes das regressões⁷

	Resultado	FIS	BAL	IPC	PIB	PRO	DOL	SEL
CAP Bovespa	Coeficiente	(1.19)	(1.96)	0.73	1.00	0.24	(5.18)	(2.07)
	Erro Padrão	0.75	0.39	0.22	0.88	0.53	0.68	0.55
	t Stat	(1.59)	(4.97)	3.30	1.15	0.45	(7.61)	(3.74)
	P-value	0.12	0.00***	0.00***	0.25	0.66	0.00***	0.00***
CAP Ibovespa	Coeficiente	0.01	(1.73)	1.02	0.98	0.17	(6.90)	(3.27)
	Erro Padrão	1.01	0.53	0.30	1.18	0.72	0.92	0.75
	t Stat	0.01	(3.24)	3.38	0.83	0.24	(7.48)	(4.38)
	P-value	0.99	0.00***	0.00***	0.41	0.81	0.00***	0.00***
CAP IGC	Coeficiente	(0.24)	(1.38)	0.10	(0.84)	1.00	(1.70)	(1.19)
	Erro Padrão	0.30	0.16	0.09	0.35	0.21	0.27	0.22
	t Stat	(0.79)	(8.79)	1.15	(2.41)	4.72	(6.27)	(5.41)
	P-value	0.43	0.00***	0.25	0.02**	0.00***	0.00***	0.00***
IND Ibovespa	Coeficiente	(0.81)	(1.19)	0.51	0.79	0.27	(3.89)	(2.27)
	Erro Padrão	0.81	0.43	0.24	0.95	0.58	0.74	0.60
	t Stat	(0.99)	(2.79)	2.12	0.84	0.46	(5.29)	(3.80)
	P-value	0.32	0.01**	0.04**	0.40	0.64	0.00***	0.00***
IND IGC	Coeficiente	(1.54)	(3.39)	1.74	2.23	(0.03)	(11.17)	(4.28)
	Erro Padrão	1.58	0.83	0.47	1.84	1.12	1.43	1.16
	t Stat	(0.97)	(4.08)	3.71	1.21	(0.03)	(7.79)	(3.68)
	P-value	0.33	0.00***	0.00***	0.23	0.98	0.00***	0.00***

Fonte: Elaborado pelo autor. Níveis de significância *, **, *** em 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Todas as regressões foram feitas pelo método de mínimos quadrados com base em 81 observações e apresentaram um R^2 alto, sendo 0.8929 – CAP_{Bovespa}, 0.9119 – CAP_{Ibovespa}, 0.8867 – CAP_{IGC}, 0.8665 – IND_{Ibovespa}, e 0.8998 – IND_{IGC}.

Conforme as informações dispostas acima observa-se que as o Ibovespa, o IGC, assim como três valores médios de capitalização bursátil de empresas brasileiras – listadas no Bovespa, integrantes do Ibovespa e integrantes do IGC – são penalizados com expectativas de aumento do investimento estrangeiro direto líquido (BAL), taxas de câmbio (DOL) e meta para a taxa Selic (SEL). Isso implica que expectativas num aumento em qualquer umas dessas variáveis impacta de forma negativa qualquer índice ou valor médio de capitalização abordado nessa análise.

⁷ O resultado completo das regressões está disponível no anexo deste trabalho.

Conforme Fortuna (1999), tanto uma expectativa de valorização da taxa Selic quanto uma valorização do dólar esvazia o mercado de capitais brasileiro, sendo que os investidores destinam seus recursos a investimentos mais seguros (e.g. títulos públicos) que não estejam sujeitos as incertezas do mercado. O impacto negativo das expectativas do investimento estrangeiro direto líquido já não é assim tão intuitivo, uma vez que o valor líquido contempla tanto valores da balança comercial referente a importações e/ou exportações como o fluxo de capitais voltados para o mercado financeiro. Não obstante, o impacto negativo decorrente da análise sugere que uma expectativa de influxo de recursos estrangeiros direto líquido no país faça com que a balança comercial brasileira fique deficitária, retraindo o nosso o mercado de capitais (FORTUNA, 1999).

A expectativa de inflação acumulada para os próximos doze meses (IPC) impacta de forma positiva em todos os índices e valores médios de capitalização, exceto para o valor médio de capitalização do IGC. No âmbito geral, isso implica que uma expectativa do aumento de preços também vai levar a um aumento dos índices e valores médios de capitalização, o que evidentemente atende as expectativas do próprio mercado, no entanto, verificou-se que o valor médio de capitalização do IGC não apresenta o mesmo comportamento que as demais variáveis dependentes analisadas.

Ainda, o valor médio de capitalização do IGC sofre impactos positivos tanto das expectativas com o PIB total (PIB) tanto quanto com a produção industrial (PRO). Esse resultado específico para o valor médio de capitalização do IGC sugere que sua composição - não necessariamente nos ativos líquidos que representam a maioria em sua carteira teoria - apresente alguma diferença que proporcione uma relação positiva frente as expectativas de aumento no PIB e produção industrial, e não a inflação

No que tange a expectativa do resultado primário do Brasil (FIS), nenhum dos valores médios de capitalização bursátil sofre qualquer influência, o mesmo vale - feita a exceção ao valor médio de capitalização do IGC - para as expectativas com o PIB total (PIB) e produção industrial (PRO). Isso demonstra que essas variáveis

macroeconômicas não são fatores que influenciam de forma relevante as variáveis dependentes ora estudadas.

5. Conclusões e sugestões

O estudo da governança corporativa é extremamente importante no contexto atual. Estamos passando por um período que outros países emergentes passaram – crescimento exponencial do mercado acionário e de capitais, o crescente lançamento de IPOs, crescentes investimentos estrangeiros, grau de investimento, etc. – e este ambiente doméstico é ideal para o desenvolvimento das empresas, para o crescimento econômico sustentável do país e principalmente para as práticas de gestão e governança.

Com base nas expectativas de mercado de indicadores macroeconômicos disponibilizadas pelo Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central do Brasil e nas informações fornecidas pela Bovespa e seus índices de mercado Ibovespa e IGC, este trabalho buscou uma associação entre variações nestas expectativas e valorização ou desvalorização da média de capitalização bursátil e índice de bolsa – Ibovespa e IGC.

Por meio de regressões lineares sobre uma base de dados de 81 observações, de agosto de 2002 até abril de 2009, encontrou-se a seguinte relação – estatisticamente relevante – entre as expectativas de mercado e os valores médios de capitalização bursátil (CAP) e índice de mercado (IND):

Tabela 7 - Resumo do resultado

Impacto	FIS	BAL	IPC	PIB	PRO	DOL	SEL
CAP Bovespa	Nulo	-	+	Nulo	Nulo	-	-
CAP Ibovespa	Nulo	-	+	Nulo	Nulo	-	-
CAP IGC	Nulo	-	Nulo	+	+	-	-
IND Ibovespa	Nulo	-	+	Nulo	Nulo	-	-
IND IGC	Nulo	-	+	Nulo	Nulo	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

Atendendo às hipóteses propostas de pesquisa temos os seguintes resultados:

H1 : A variação de um índice de mercado está associado a uma variação em expectativas de variáveis macroeconômicas.

Conforme evidenciado na tabela de resumo do resultado verifica-se que há uma associação entre quatro das sete variáveis macroeconômicas e os dois índices de mercado – Ibovespa e IGC.

H2 : A variação de um valor médio de capital bursátil está associado a uma variação em expectativas de variáveis macroeconômicas.

Conforme evidenciado na tabela de resumo do resultado verifica-se que há uma associação entre quatro das sete variáveis macroeconômicas e os valores médios de capitalização bursátil do Bovespa e Ibovespa, enquanto que para o valor médio de capitalização bursátil do IGC há uma associação com cinco das sete variáveis macroeconômicas.

O resultado deste estudo levanta um questionamento pertinente ao campo de governança corporativa no que tange ao valor médio de capitalização bursátil das empresas integrantes do IGC, uma vez que o comportamento deste destoa dos demais frente às expectativas do mercado em inflação acumulada para os próximos doze meses, PIB total e produção industrial.

Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se uma análise das séries temporais de forma a estabelecer a diferença de magnitude do impacto das expectativas de mercado frente aos valores médios de capitalização bursátil e índices da bolsa.

6. Referências

ABRAMO, P. Pesquisa em ciências sociais. In: HIRANO, S. Pesquisa Social: Projeto e Planejamento. São Paulo: T.A. Queiroz, 1979.

- AGUIAR, A. B. BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. Adoção de práticas do governança corporativa e o comportamento das ações na BOVESPA: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out/nov/dez. 2004.
- ALMEIDA, F. G.; ALMEIDA, L. C.; NESS Jr., W. L. A governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro. *Anais do II Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, George A. R. de Estudo Econométrico dos Efeitos da Migração para o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) da Bovespa. Trabalho apresentado no IX SEMEAD, 2006
- BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGAMANN, D.R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. *Anais do IV Congresso de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo FEA/USP, 2004.
- BLAIR, M. M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: Bookings Institutions, 1995
- BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. *Estatística Básica*. 4ª Edição. São Paulo: Atlas, 1987.
- CANUTO, Otaviano, DOS SANTOS, Pablo Fonseca P. Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes. *Temas de Economia Internacional da Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda 01*, Brasília, 2003
- CARVALHO, 2002
- CARVALHO, Antonio Gledson de. Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em <<http://www.novomercadobovespa.com.br>> . Acesso em Novembro de 2005.
- CICOGNA, M. P.; VALLE, M. R. do; TONETO JR.; R. O Impacto da Adesão e Padrões mais elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial. *Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)*, Curitiba, 2004.
- COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P.R.S.; BRAGA, L.O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico do Nível 1. *Anais da XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA)*, Porto Alegre, 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro, 2002.
- COUTINHO, L., RABELO, Flavio M. *Corporate Governance in Brazil*. OECD Development Centre, 2001
- COUTINHO, R.B.G.; OLIVEIRA, M.A.C. DA MOTTA, L.F.J. Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do IBOVESPA, IBX. *Anais da XXXVIII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA)*, Lima, 2003.
- DAILY, Catherine M., DALTON, Dan R., CANNELLA JR, Albert. *Corporate Governance: Decades Of Dialogue And Data*, *Academy of Management Review*, Vol. 28/3, 2003
- DELOITTE, *Lei Sarbanes-Oxley: guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos*. São Paulo: Deloitte Touche Tohmatsu, 2003.
- FAMA, Rubens, GIMENES, Cristiano M. A correlação do Risco País e os índices de Bolsas da América Latina: Um estudo exploratório. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 2, 2003
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.

- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 2ª Edição São Paulo, 2001.
- KORN/FERRY INTERNATIONAL; MCKINSEY & COMPANY. Panorama de governança corporativa no Brasil. 2001
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, A. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 1999
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert . Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 2000.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. *Law and Finance. Journal of Political Economy*, 1998.
- LAPPONI, Juan Carlos. Estatística usando Excel 5 e 7. São Paulo: Lapponi Treinamento, 1997.
- LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. *Revista do BNDES* 12/1997, 1997.
- LIMA, J.B.N.; TERRA, P.R.S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. *Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)*, Curitiba, 2004.
- LODI, João Bosco. Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração. Editora Campus, Rio de Janeiro, 2000.
- MARCON, Rosilene, JUNIOR, Sérgio J. S. Comparação entre o nível de governança corporativa da empresa e o seu desempenho econômico-financeiro – o caso das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), Santa Catarina, Itajaí, 2005
- MARTINS, Gilberto de Andrade. Manual para elaboração de monografias e dissertações. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 1994.
- MCKINSEY & COMPANY. Investor Opinion Survey on Corporate Governance. London, 2000
- MCKINSEY & COMPANY. Investor Opinion Survey on Corporate Governance. London, 2002.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P. A. O. Existe Alguma Associação entre a Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com Indústrias Brasileiras. *Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)*, Curitiba, 2004.
- MILLER, D. (1999). The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts. *Journal of Financial Economics*, 5:103–123.
- MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell, 1995.
- NELSON, J. *Essays on Corporate Governance*. Arizona: Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee on Business Administration from the University of Arizona, 1999.
- OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris, 1999.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- PAXON, D.; WOOD, D. *Encyclopedic Dictionary of Finance*. Oxford, Reino Unido: Blackwell Publishers, 1998.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A estrutura de governança e as decisões de estrutura de capital: o caso das companhias brasileiras. In: XXXVII Assembléia do

- Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2002, Porto Alegre. Anais ... Porto Alegre: UFRGS, 2002 (CD-ROM).
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), Brasília, 2005.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: Análise Comparativa do IGC e do Ibovespa. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD), 2005, Brasília. Anais ANPAD, 2005b
- SCHEINKMAN, José Alexandre. O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. <http://www.princeton.edu> >.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 1997.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, FAMA, Rubens, BARROS, Lucas Ayres. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras - um estudo empírico. Trabalho apresentado no VI SEMEAD, 2004
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- SIQUEIRA, Benjamim de S., MACEDO, Marcelo A. da Silva. Estudo da Governança Corporativa no Brasil Através de uma Análise Comparativa do IGC e do IBOVESPA no Período de 2002 a 2005. Sociedade, Contabilidade e Gestão, Rio de Janeiro, 2006
- SIQUEIRA, Benjamim de Souza. O impacto da governança corporativa no brasil: uma análise comparativa do IGC e do Ibovespa no período 2002-2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, 2006
- SOARES, Alexandre Di Miceli. A relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais brasileiro. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2008.
- SROUR, Gabriel. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia* Out/Dez 2005, 2005
- STEVENSON, W. J. Estatística Aplicada à Administração. São Paulo: Harper & Row, 1981.
- VAZQUEZ, José Lopes. Comércio Exterior Brasileiro. S.Paulo: Ed. Atlas, 6ª Edição, 2004.
- VERGARA, Sylvia C. Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração. 4ª Edição, São Paulo: Atlas, 2003.
- VIEIRA, E. R.; CORRÊA, V. P. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, 2002.
- WEINBERG, John A. Corporate Behavior – Economic Policy Review. *Federal Reserve* v. 9 n. 1, 2003.

7. Anexo – Regressões

SUMMARY OUTPUT CAP Bovespa

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.94
R Square	0.89
Adjusted R Square	0.88
Standard Error	32.05
Observations	81

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	7	625,300.87	89,328.70	86.95	0.00
Residual	73	74,996.91	1,027.35		
Total	80	700,297.77			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	997.50	123.42	8.08	0.00	751.53	1,243.48	751.53	1,243.48
Resultado Primário	(1.19)	0.75	(1.59)	0.12	(2.69)	0.30	(2.69)	0.30
Investimento Estrangeiro	(1.96)	0.39	(4.97)	0.00	(2.74)	(1.17)	(2.74)	(1.17)
Inflação	0.73	0.22	3.30	0.00	0.29	1.18	0.29	1.18
PIB	1.00	0.88	1.15	0.25	(0.74)	2.75	(0.74)	2.75
Produção Industrial	0.24	0.53	0.45	0.66	(0.83)	1.30	(0.83)	1.30
Cambio	(5.18)	0.68	(7.61)	0.00	(6.54)	(3.83)	(6.54)	(3.83)
Juros	(2.07)	0.55	(3.74)	0.00	(3.17)	(0.96)	(3.17)	(0.96)

SUMMARY CAP OUTPUT Ibovespa

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.95
R Square	0.91
Adjusted R Square	0.90
Standard Error	43.37
Observations	81

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	7	1,420,618.00	202,945.43	107.88	0.00
Residual	73	137,323.60	1,881.15		
Total	80	1,557,941.60			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	1,155.45	167.01	6.92	0.00	822.61	1,488.29	822.61	1,488.29
Resultado Primário	0.01	1.01	0.01	0.99	(2.01)	2.04	(2.01)	2.04
Investimento Estrangeiro	(1.73)	0.53	(3.24)	0.00	(2.79)	(0.66)	(2.79)	(0.66)
Inflação	1.02	0.30	3.38	0.00	0.42	1.62	0.42	1.62
PIB	0.98	1.18	0.83	0.41	(1.38)	3.34	(1.38)	3.34
Produção Industrial	0.17	0.72	0.24	0.81	(1.27)	1.61	(1.27)	1.61
Cambio	(6.90)	0.92	(7.48)	0.00	(8.74)	(5.06)	(8.74)	(5.06)
Juros	(3.27)	0.75	(4.38)	0.00	(4.76)	(1.78)	(4.76)	(1.78)

SUMMARY CAP OUTPUT IGC

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.94
R Square	0.89
Adjusted R Square	0.88
Standard Error	12.74
Observations	81

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	7	92,710.65	13,244.38	81.63	0.00
Residual	73	11,844.01	162.25		
Total	80	104,554.65			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	521.37	49.05	10.63	0.00	423.62	619.12	423.62	619.12
Resultado Primário	(0.24)	0.30	(0.79)	0.43	(0.83)	0.36	(0.83)	0.36
Investimento Estrangeiro	(1.38)	0.16	(8.79)	0.00	(1.69)	(1.06)	(1.69)	(1.06)
Inflação	0.10	0.09	1.15	0.25	(0.07)	0.28	(0.07)	0.28
PIB	(0.84)	0.35	(2.41)	0.02	(1.53)	(0.14)	(1.53)	(0.14)
Produção Industrial	1.00	0.21	4.72	0.00	0.58	1.42	0.58	1.42
Cambio	(1.70)	0.27	(6.27)	0.00	(2.24)	(1.16)	(2.24)	(1.16)
Juros	(1.19)	0.22	(5.41)	0.00	(1.63)	(0.75)	(1.63)	(0.75)

SUMMARY IND OUTPUT Ibovespa

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.93
R Square	0.87
Adjusted R Square	0.85
Standard Error	34.64
Observations	81

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	7	568,605.79	81,229.40	67.68	0.00
Residual	73	87,612.46	1,200.17		
Total	80	656,218.25			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	815.77	133.40	6.12	0.00	549.91	1,081.62	549.91	1,081.62
Resultado Primário	(0.81)	0.81	(0.99)	0.32	(2.42)	0.81	(2.42)	0.81
Investimento Estrangeiro	(1.19)	0.43	(2.79)	0.01	(2.04)	(0.34)	(2.04)	(0.34)
Inflação	0.51	0.24	2.12	0.04	0.03	0.99	0.03	0.99
PIB	0.79	0.95	0.84	0.40	(1.09)	2.68	(1.09)	2.68
Produção Industrial	0.27	0.58	0.46	0.64	(0.88)	1.42	(0.88)	1.42
Cambio	(3.89)	0.74	(5.29)	0.00	(5.36)	(2.43)	(5.36)	(2.43)
Juros	(2.27)	0.60	(3.80)	0.00	(3.46)	(1.08)	(3.46)	(1.08)

SUMMARY IND OUTPUT IGC

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.95
R Square	0.90
Adjusted R Square	0.89
Standard Error	67.51
Observations	81

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	7	2,988,289.86	426,898.55	93.67	0.00
Residual	73	332,691.87	4,557.42		
Total	80	3,320,981.73			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	1,864.75	259.94	7.17	0.00	1,346.69	2,382.82	1,346.69	2,382.82
Resultado Primário	(1.54)	1.58	(0.97)	0.33	(4.68)	1.61	(4.68)	1.61
Investimento Estrangeiro	(3.39)	0.83	(4.08)	0.00	(5.04)	(1.73)	(5.04)	(1.73)
Inflação	1.74	0.47	3.71	0.00	0.81	2.67	0.81	2.67
PIB	2.23	1.84	1.21	0.23	(1.44)	5.91	(1.44)	5.91
Produção Industrial	(0.03)	1.12	(0.03)	0.98	(2.27)	2.21	(2.27)	2.21
Cambio	(11.17)	1.43	(7.79)	0.00	(14.03)	(8.31)	(14.03)	(8.31)
Juros	(4.28)	1.16	(3.68)	0.00	(6.61)	(1.96)	(6.61)	(1.96)