

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – SCSA
Programa de Mestrado em Contabilidade

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

A RELAÇÃO ENTRE FATORES MACROECONÔMICOS E
GOVERNANÇA CORPORATIVA COM O COMPORTAMENTO
DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

CÍCERO SOARES

CURITIBA/PR
2008

CÍCERO SOARES

A RELAÇÃO ENTRE FATORES MACROECONÔMICOS E
GOVERNANÇA CORPORATIVA COM O COMPORTAMENTO
DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Mestrado em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

Área de concentração: Finanças Corporativas.

Orientadora: Dra. Ana Paula M. S. Cherobim.

CURITIBA/PR

2008

FICHA CATALOGRÁFICA

Soares, Cícero

A relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais brasileiro / Cícero Soares – Curitiba, 2008.

178 p.

Trabalho apresentado ao Programa de Mestrado em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, 2008.

Orientadora: Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

Banca Examinadora: Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, Ademir Clemente, Wesley Vieira da Silva.

Bibliografia

1. Mercado de capitais. 2. Comportamento do mercado de capitais brasileiro. 3. Governança Corporativa. 4. Fatores macroeconômicos. I.

Título. II. Universidade Federal do Paraná.

CDD 332

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM CONTABILIDADE (ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

PROF. DR. LAURO BRITO DE ALMEIDA

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS PROFESSORES:

PROF^a DR^a ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM
PRESIDENTE

PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
MEMBRO

PROF. DR. WESLWY VIEIRA DA SILVA
MEMBRO

À minha família, desde os mais longínquos (*in memoriam*) até os mais recentes, como Vitória, Maria Clara...

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização desta pesquisa. Em especial:

aos professores do Programa de Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, pelos valiosos ensinamentos transmitidos durante as aulas;

à Prof. Dra. Ana Paula Mussi Szabo Cherobim, pela disposição, envolvimento e empenho na orientação deste trabalho;

aos professores que fizeram parte das bancas de qualificação e de defesa, pelas valiosas contribuições;

ao Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva, pela minuciosa leitura e sugestões de melhoria na versão final deste trabalho, tanto na defesa quanto na qualificação;

aos colegas da primeira turma, assim como aos da segunda, pela amizade, companheirismo e trocas de experiência durante a realização deste Curso de Mestrado;

à colega de trabalho e da turma 2006, Ely Célia, pela constante ajuda recebida;

ao Pablo Rogers, da Universidade Federal de Uberlândia, que, mesmo à distância, se empenhou em ajudar na parte econométrica;

ao Eduardo Paiva, da FEA-USP, pela disposição em ajudar na obtenção dos últimos dados da pesquisa;

ao Claumir e à Patrícia, da COPEL, pelo empenho no envio de informações da base de dados Econômica;

à Luciene, da biblioteca FEA-USP, pela constante ajuda recebida;

ao pessoal da biblioteca da Universidade Federal do Paraná, pela atenção no fornecimento de livros e periódicos utilizados;

ao pessoal da biblioteca do Tribunal de Contas do Estado do Paraná, que sempre foram solícitos e atenciosos em prestar ajuda;

aos colegas da Diretoria de Contas Municipais (DCM) do Tribunal de Contas do Estado do Paraná, pelo apoio e encorajamento recebidos;

às mulheres que têm sido verdadeiros presentes em minha vida, Maria Helena (esposa), Vitória e Maria Clara (filhas), as quais foram, sem dúvida, as mais sacrificadas na realização deste estudo;

e, finalmente, a Deus, razão maior de todas as coisas e que, sem a fé e o amparo Dele recebidos, nada disso teria sido possível.

“Tudo o que chega, chega sempre por alguma razão.”

Fernando Pessoa

RESUMO

O mercado de capitais tem sido largamente explorado nas pesquisas acadêmicas por despertar grande atenção dos mais diferentes segmentos da sociedade, como governo, empresas, acionistas, investidores, e instituições a ele relacionadas. Os aspectos de governança corporativa reforçam o interesse sobre o tema. Nesse contexto, este trabalho versa sobre o comportamento do mercado de capitais brasileiro. Inicia com a discussão sobre a existência da firma e a sua relação com os princípios da teoria de agência e da nova economia institucional, fundamentando os pilares da Governança Corporativa. Na seqüência, apresenta o mercado de capitais e os fatores macroeconômicos capazes de influenciar seu comportamento. O objetivo do estudo é testar, por meio de doze hipóteses, a relação entre governança corporativa e fatores macroeconômicos com o comportamento do mercado de capitais brasileiro. Para atingir tal fim, são construídos dois modelos econométricos, um para o período 1995-2007 e outro para 2001-2007. Utilizando a técnica estatística de séries temporais com corte longitudinal, na estimativa das equações por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), trabalha-se com três variáveis dependentes (o índice Ibovespa, o índice IBr-X e a liquidez de mercado) e doze variáveis explicativas (governança corporativa mais onze variáveis macroeconômicas) para avaliar o comportamento do mercado de capitais nacional. Foi encontrada significância estatística para oito hipóteses e quatro não puderam ser aferidas. Os resultados mostraram que a adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa da BOVESPA, o nível da produção industrial, o desempenho do mercado de capitais norte-americano, o desempenho do mercado de capitais internacionais e o fluxo líquido de investimento estrangeiro em bolsa estão positivamente relacionados ao desempenho do mercado de capitais brasileiro. Por outro lado, ficou evidenciado que as taxas de inflação, as taxas de câmbio e as taxas de risco-país estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais nacional. Entretanto, os resultados não permitiram encontrar significância estatística, com efeitos negativos sobre o mercado de capitais nacional, para as taxas de juros, para o nível de endividamento do setor público e para a emissão de ADRs por empresas brasileiras. Tampouco foi encontrada relação positiva entre o volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto e o comportamento do mercado de capitais doméstico.

ABSTRACT

The capital market has been strongly explored by academic research due to the great attention received from different segments of the society, like government, companies, shareholders, investors and other related institutions. Corporate Governance increases the interest on this subject. On this context, this research is focused on the Brazilian capital market behavior. Firstly, it discusses about the firm existence and its relationship with the Agency Theory and the New Institutional Economy (NIE) principles, both representing the main pillars of the Corporate Governance. The objective of this study is to test, by using twelve hypotheses, the connection between corporate governance and macroeconomic factors with the Brazilian capital market behavior. In order to achieve it, two econometric models are made: the first one for 1995-2007 period and the second one for 2001-2007 period. By using the statistic technique of timing series with longitudinal cut, on the equation estimates by Ordinary Least Square (OLS), the study is worked out with three dependent variables (the Ibovespa index, the Brazil index – IBr-X and the market liquidity) and twelve independent variables (corporate governance and eleven macroeconomic variables) to evaluate the Brazilian capital market behavior. It was found statistical significance for eight of the twelve hypotheses. The results indicate that the increase in the number of the companies in the BOVESPA especial segment of corporate governance, the industrial output level, the US capital market performance, the international capital market performance and the net flow of foreign investment in Brazilian stock market are positively related with the Brazilian capital market performance. On the other hand, the results shown that the inflation rates, the exchange rates and the sovereign risk rates are negatively related with the Brazilian capital market performance. Neither the results achieve statistical significance, with negative effects on the Brazilian capital market, for the interest rates, the public sector debt level and the ADRs emission by Brazilian companies; nor was found positive relationship between the net flow of the foreign direct investment and the behavior of the Brazilian capital market.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Sinais esperados das relações a serem testadas.....	29
Quadro 2 – Tamanho do mercado de capitais brasileiro.....	38
Quadro 3 – Captação de recursos externos por empresas brasileiras.....	40
Quadro 4 – Volume em milhões de reais negociados na BOVESPA.....	40
Quadro 5 – Participação dos investidores na Bovespa.....	41
Quadro 6 – Investimentos externos em bolsa – Anexo IV.....	42
Quadro 7 – Investimento Estrangeiro Direto (IED).....	42
Quadro 8 – Evolução do mercado de ações brasileiro.....	43
Quadro 9 – Concentração das negociações no mercado à vista da BOVESPA.....	44
Quadro 10 – As dez ações mais negociadas na Bovespa.....	45
Quadro 11 – Evolução do índice Ibovespa.....	50
Quadro 12 – Evolução do índice IBrX.....	52
Quadro 13 – Práticas de GC exigidas na Bovespa.....	58
Quadro 14 – Relação das empresas dos NDGC e suas respectivas datas de adesão.....	59
Quadro 15 – Evolução do índice IGC.....	62
Quadro 16 – A origem do direito e a proteção aos acionistas/credores.....	95
Quadro 17 – As hipóteses e os sinais dos coeficientes esperados.....	121

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Teste de hipóteses de raízes unitárias das séries.....	126
Tabela 2 – Estatísticas descritivas.....	129
Tabela 3 – Distribuição dos dados.....	130
Tabela 4 – Matriz de correlação 1995-2007.....	130
Tabela 5 – Estatísticas dos modelos do período 1995-2007.....	133
Tabela 6 – Matriz de correlação dos modelos 1995-2007.....	134
Tabela 7 – Estatísticas dos modelos do período 2001-2007.....	136
Tabela 8 – Matriz de correlação dos modelos 2001-2007.....	136
Tabela 9 – Resumo dos modelos nos dois períodos sob análise.....	138
Tabela 10 – Resumo das hipóteses testadas.....	126

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Evolução da participação dos investidores na BOVESPA.....	41
Figura 2 – Participação da GC na capitalização e no volume total da BOVESPA.....	59
Figura 3 – Os segmentos da BOVESPA.....	62
Figura 4 – Séries originais.....	125
Figura 5 – Séries transformadas.....	127

SUMÁRIO

Capítulo I

1 INTRODUÇÃO

Contextualização.....	14
A situação problema.....	19
O problema da pesquisa.....	23
Os objetivos.....	24
Justificativas do estudo.....	25
Delimitação do estudo.....	26
Hipóteses da pesquisa.....	27
Estrutura do trabalho.....	29

Capítulo II

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Introdução.....	30
2.2 Mercado de capitais e crescimento econômico.....	30
2.3 Intermediação financeira.....	32
2.3.1 Intermediação financeira no mercado de ações.....	33
2.4 Função do mercado financeiro.....	34
2.5 Mercado financeiro e mercado de capitais.....	35
2.5.1 Segmentação do mercado financeiro.....	35
2.5.2 Conceitos de mercado primário e mercado secundário.....	36
2.6 Mercado de capitais.....	37
2.7 O mercado de capitais brasileiro.....	38
2.7.1 Bolsa de Valores.....	45
2.7.2 Títulos do mercado de capitais.....	46
2.7.3 Índices do mercado de capitais.....	47
Ibovespa.....	48
IBrX.....	50
2.8 Fatores macroeconômicos e o mercado de capitais brasileiro.....	52
2.9 Governança corporativa no Brasil.....	54
2.9.1 O novo mercado.....	56
2.10 A Firma.....	62
2.10.1 A firma na teoria econômica neoclássica.....	63
2.10.2 A teoria contratual da firma.....	64
2.11 Teoria dos custos de transação ou Economia dos custos de transação (ECT)..	68

2.11.1	Pressupostos fundamentais da economia dos custos de transação.....	69
2.11.2	Características da transação.....	70
2.12	Teoria da agência.....	72
2.12.1	Conflito de agência.....	73
2.12.2	Custos de agência.....	75
2.13	Assimetria informacional e contratos incompletos.....	75
2.13.1	Risco moral e seleção adversa.....	76
2.13.2	Arranjos institucionais.....	77
2.13.3	Assimetria no mercado de capitais.....	78
2.14	Governança Corporativa.....	81
2.14.1	Pilares teóricos da governança corporativa.....	82
2.14.2	Definições de governança corporativa.....	83
2.14.3	Escopo da governança corporativa.....	84
2.14.4	Mecanismos de governança corporativa.....	86
2.14.5	Mecanismos externos de governança corporativa.....	87
2.14.6	Mecanismos internos de governança corporativa.....	88
	a) Conselho de Administração.....	89
	b) Políticas de remuneração.....	89
	c) Estrutura de financiamento.....	90
	d) Estrutura de propriedade.....	90
2.14.7	Instrumentos utilizados na concentração acionária.....	91
2.14.8	Modelos e/ou sistemas de governança corporativa.....	92
2.14.9	Governança Corporativa em perspectiva.....	96
2.15	Contabilidade e Governança Corporativa.....	96

Capítulo III

3 METODOLOGIA

3.1	Introdução.....	98
3.2	O método científico como meio de obtenção da verdade.....	98
3.3	Caracterização da pesquisa.....	99
3.4	População, amostra e coleta dos dados.....	101
3.5	Variáveis e definições operacionais.....	103
3.6	Variáveis de controle.....	108
3.7	Recursos estatísticos e tratamento dos dados.....	109
3.7.1	Análise de regressão linear múltipla.....	109

3.7.2	Transformações de séries temporais.....	113
3.7.3	Testes de hipóteses de raiz unitária.....	114
3.7.4	Classificação da pesquisa com base no tratamento dos dados.....	117
3.8	Modelos da pesquisa.....	118
3.8.1	Modelo esquemático.....	119
3.8.2	Modelos estatísticos.....	122

Capítulo IV

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1	Introdução.....	124
4.2	Estatísticas descritivas.....	127
4.3	Matriz de correlações.....	130
4.4	Regressões lineares estimadas.....	131
4.4.1	Modelo 1 – período 1995-2007.....	131
4.4.2	Modelo 2 – período 2001-2007.....	134
4.5	Resumo dos modelos.....	137
4.6	Resultados das hipóteses.....	138

Capítulo V

5 CONCLUSÕES

5.1	Considerações sobre a pesquisa.....	140
5.2	Resultados encontrados.....	141
5.3	Limitações do estudo.....	146
5.4	Sugestões para estudos futuros.....	146
	REFERÊNCIAS.....	148
	APÊNDICES.....	161

Capítulo I

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho versa sobre o mercado de capitais brasileiro. Parte dos princípios da teoria de agência e da nova economia institucional para alicerçar a importância da Governança Corporativa no fortalecimento do Mercado de Capitais, dentro do ambiente macroeconômico. São estudados os impactos dos mecanismos de governança corporativa e dos fatores macroeconômicos no comportamento do mercado de capitais, medido por meio dos índices Ibovespa e IBrX e da liquidez de mercado.

Neste capítulo está compreendido a contextualização do tema, a situação problema e o problema de pesquisa. São destacados ainda os objetivos, as justificativas e a delimitação do estudo. Ao final, as hipóteses de pesquisas são desenvolvidas e a estrutura do trabalho é sumariada.

1.1 Contextualização

Embora a relação entre governança corporativa e mercado de capitais tenha se tornada mais estreita somente a partir da década de 1980, nos Estados Unidos, essa proximidade já havia sido antevista por Berle e Means (1932), no trabalho *The modern corporation and private property*. Na ocasião, os autores identificaram o aparecimento de uma nova corporação que, sob características diferentes, iria propiciar outra visão da firma, em oposição à neoclássica, em que a propriedade e a gestão estavam centralizadas na mesma pessoa. Agora, com a propriedade pulverizada, as empresas não mais seriam administradas por seus proprietários, já que eles seriam inúmeros, mas, sim, por gestores contratados pelos novos donos do negócio.

Berle e Means (1932) previam, nessa nova relação, potencial de conflito, visto que os interesses dos gestores, contratados mediante remuneração, podiam não ser coincidentes com os dos acionistas, donos do empreendimento.

Um outro trabalho dessa época colocava em dúvida a visão neoclássica da firma, que até então era vista somente como função da produção. Coase (1937) questionava a existência das empresas. “Por que elas existem? Por que toda a produção não é feita por uma única grande empresa?” Segundo Coase (1937), deveriam existir outros custos que não somente os

de produção, e as empresas, ao avaliar a decisão de produzir internamente ou ir ao mercado, buscavam minimizar esses outros custos.

Levaram-se algumas décadas para que as observações de Berle e Means (1932), bem como os questionamentos de Coase (1937) pudessem ser aprofundados pelos pesquisadores acadêmicos. Porém, foi na década de 1970, nos Estados Unidos, com as notícias de expropriação de acionistas por administradores, que pesquisas começaram a ser desenvolvidas nos meios acadêmicos, com o objetivo de compreender e apresentar sugestões de como lidar com essa relação conflituosa.

Segundo Okimura (2004, p. 12), são atribuídos a Spence e Zeckhauser (1971) e a Ross (1973) os primeiros trabalhos sobre esse problema de agência. No entanto, foi por intermédio de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980), Fama e Jensen (1983) e Jensen (1986) que a relação de agência, ao ser formalizada, ganhou *status* de teoria. Sob essa teoria, o acionista, chamado de principal, contrata o executivo, visto como agente, para que, em seu nome e interesse, tome as melhores decisões para o empreendimento.

Paralelamente à teoria de agência, uma outra teoria começava a ser delineada por Williamson (1971, 1975, 1985), sistematizando outros trabalhos, como os de Coase (1937), Demsetz (1967), Arrow (1969), Alchian e Demsetz (1972), dentre outros. Essa teoria se transformaria em uma vertente da Nova Economia Institucional (NEI), que recebeu importantes contribuições de North (1978, 1990), especialmente na concepção do desenvolvimento econômico como fruto das instituições. Os trabalhos de Williamson deram forma à chamada teoria dos custos de transação que, inicialmente, seria designado, por Arrow (1969), como os custos associados ao funcionamento da economia. Mais tarde essa teoria ficou conhecida como Economia dos Custos de Transação (ECT).

Observa-se que partir dessas duas novas teorias, a de agência e a dos custos de transação, uma nova visão da firma se estabelecia na teoria econômica, em oposição àquela neoclássica. Agora, ambas as teorias concebem a firma como um nexo de contratos.

Por ser o local onde as corporações buscam recursos para o financiamento de suas operações, o mercado de capitais, além de se tornar um dos principais instrumentos de indução do desenvolvimento das economias modernas, transforma-se no palco dessa nova relação entre a propriedade, agora dispersa, e a gestão, delegada a um corpo gerencial.

Mas qual a relação entre governança corporativa e mercado de capitais? A definição de Shleifer e Vishny (1997) para governança corporativa, “como o meio pelo qual os fornecedores de capital garantem para si o retorno dos seus investimentos”, evidencia a

importância que aquela representa para o mercado de capitais. E qual a importância dele para os países?

Segundo Rotta (2004, p. 71), o desenvolvimento do mercado de capitais é um importante componente para a alavancagem do crescimento econômico e social no longo prazo. Para Carvalhal-da-Silva (2002, p. 18-21) “é a base de expansão das economias saudáveis”. Acrescenta ainda que um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico, pois é nele que empresas encontram uma alternativa viável para financiar sua expansão.

Mas, qual a função do mercado de capitais? Antes de responder a essa questão, Nóbrega *et al.* (2000, p. 24) explicam a relação que existe entre poupança e investimento. Segundo os autores, em termos macroeconômicos, a contrapartida da poupança é o investimento. Ao contrário do consumo, o investimento implica o aumento do estoque físico de capital da economia; mas, para que o investimento exista, é necessário que ocorra prévia ou simultaneamente uma poupança. Assim, a poupança é a origem do investimento.

Como poupador e investidor normalmente são pessoas distintas, a transformação da poupança em investimento requer a existência de um conjunto de instituições que permitam converter a decisão individual de poupar em recursos disponíveis para quem deseja investir. É nesse elo que o mercado financeiro, por meio de suas instituições, aí incluído o mercado de capitais, propicia as condições para que poupadores e investidores possam conciliar seus diferentes interesses. Segundo Carvalho (2000, p. 4), o mercado financeiro viabiliza as oportunidades de investimento “de forma a compatibilizar as características de risco, retorno e maturação do projeto com as demandas de risco, retorno e liquidez requeridas pelos fornecedores de poupança”.

Para Nóbrega *et al.* (2000, p. 24), a função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes que se encontram em situações opostas. De um lado, o poupador, que tem excesso de recursos mas não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas e, de outro, o tomador, que está na situação inversa. Ao permitir a transferência desses recursos ociosos para as oportunidades produtivas, esses mercados possibilitam um melhor aproveitamento do capital, resultando em um “aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem estar da sociedade”.

Uma outra função do mercado de capitais, em especial o mercado acionário, é a de permitir a diluição do risco. Além dessa relevante opção aos investidores, permite também a democratização do capital, pois promove a pulverização da propriedade das empresas, por meio da participação dos pequenos poupadores, seja diretamente, seja por meio de fundos

mútuos ou, de maneira crescente nas economias mais modernas, mediante a poupança institucionalizada dos fundos de previdência.

Surge assim uma nova fonte de recursos para as empresas que, ao assumirem compromissos de longo prazo com terceiros, seja na forma de emissão de títulos de dívidas ou da abertura de capital, passam a partilhar seus riscos com um grande número de investidores. Entretanto, para atrair recursos, as empresas são obrigadas a disponibilizar, ao mercado, informações mais detalhadas sobre seu desempenho. Além de exigir bons resultados, os investidores, para subsidiar suas decisões, passam a requerer informações mais transparentes e completas.

Esse novo ambiente econômico em que a firma está inserida, com propriedade pulverizada e a existência de outros custos que não somente os de produção, acrescenta um outro elemento chave na relação entre os agentes: a informação. Enquanto que, na visão neoclássica, o proprietário, por ser também o administrador, detinha toda a informação sobre os resultados do empreendimento, sob a visão contratual da firma isso não mais acontece. Agora, sob a teoria de agência, é o agente quem detém as informações mais completas do empreendimento, as quais, por meio de relatórios contábeis, são transmitidas ao principal. No entanto, por possuírem interesses distintos, as informações prestadas chegam ao mercado assimetricamente.

Sob a teoria dos custos de transação, a assimetria informacional é vista como decorrente dos dois pressupostos comportamentais assumidos para o indivíduo: a racionalidade limitada e o oportunismo. Como os indivíduos possuem racionalidade limitada, os contratos não serão completos, pois os agentes não serão capazes de prever e processar todas as contingências futuras, deixando de considerar alguns elementos *ex ante*. Por outro lado, o comportamento oportunista dos agentes os estimula a adotar atitudes aéticas, que podem ser *ex ante*, quando uma parte age aeticamente antes de efetivar a transação, ou *ex post*, quando o comportamento aético se verifica durante a vigência do contrato. Para reduzir o efeito dessas contingências, os agentes estabelecem formas de proteção, incorrendo nos chamados custos de transação.

Mas qual a importância da informação para a governança corporativa e o mercado de capitais? Para tomar a decisão de investir nessa ou naquela empresa, o poupador necessita de informação confiável e transparente. Nasce assim um dos quatro pilares básicos da chamada boa governança corporativa: a transparência (*disclosure*).

Além de transparência nas informações, o investidor, ao buscar o mercado de capitais para depositar sua poupança, quer saber se o mesmo tratamento dado ao acionista controlador,

em caso de transferência de controle acionário, também a ele será dispensado. Surge assim o segundo pilar básico da governança corporativa: a equidade (*equity*). Por exemplo, nos países onde a propriedade das empresas está concentrada nas mãos de poucos investidores, geralmente familiares, o principal conflito de agência é entre o acionista controlador e os minoritários. Nesse contexto, a Governança Corporativa teria a incumbência de, como mecanismo, proteger os interesses dos acionistas minoritários perante os controladores.

Assim, em sentido amplo, não só nesse conflito de interesses, mas em toda e qualquer situação de divergência entre agente e principal, a governança corporativa, sob a teoria de agência, funcionaria como um mecanismo no sentido de eliminar ou amenizar o problema de agência existente. Visa, em última instância, à redução dos custos de agência. A literatura menciona ainda mais dois pilares considerados básicos da governança corporativa, a responsabilidade da prestação de contas (*accountability*) e a obediências às leis (*compliance*).

A teoria dos custos de transação, por ser uma vertente da Nova Economia Institucional (NEI), considera que os arranjos de funcionamento da firma levam em conta não só o ambiente institucional no qual ela está inserida, mas também a estrutura interna *vis à vis* ao mercado, além dos pressupostos comportamentais do indivíduo. Esses arranjos de governança têm por objetivo a redução dos custos de transação.

Desse modo, observa-se que, embora com concepções diferentes, mas assumindo a visão contratualista da firma, tanto a teoria de agência como a teoria dos custos de transação têm por fim a redução de custos, o que, sob a ótica da NEI, promoveria a eficiência do sistema econômico.

Ponderando sobre a convergência entre ambas as teorias, esclarece Rozo (2003, p. 12) que o cumprimento dos contratos entre a firma e as suas várias partes interessadas e “as soluções de possíveis conflitos são levados a cabo por um conjunto de fatores que a literatura pertinente tem denominado mecanismos de Governança Corporativa”. Desse conjunto, destacam-se os conselhos de administração, as auditorias independentes, os programas de incentivo, o mercado de gestores, o mercado de controle das empresas (*takeovers*), o ativismo dos investidores institucionais, etc.

Sobre a importância da governança corporativa para o mercado de capitais, Monforte, 2004, p. 16 (apud ROGERS, 2006, p. 18), argumenta que um bom sistema de governança poderia incentivar o mercado, vindo a transformar-se em fator importante para o crescimento econômico na medida em que fortalece as empresas, reforça as competências, amplia as bases estratégicas para criação de valor e harmoniza interesses.

1.2 A situação-problema

O mercado de capitais brasileiro, mais especificamente o mercado acionário, registrou, na década de noventa, um período de expansão para, ao seu final, mostrar sinais de arrefecimento. No entanto, ressalta Carvalho (2000, p. 596), a fase de florescimento dos anos 90 foi, de certa forma, ilusória, pois: 1) o número de empresas abertas já vinha declinando desde o início da década; e 2) os negócios, localizados em grandes empresas, indicavam uma tendência de aumento na concentração de mercado.

Contudo, é nesse período que a importância relativa, medida pela razão entre capitalização bursátil e o Produto Interno Bruto (PIB), do mercado de capitais no Brasil se notabiliza e ganha lugar de destaque na comparação com outros mercados. Essas conquistas, derivadas de medidas tomadas pelo governo brasileiro no âmbito macroeconômico e regulatório, como a estabilização da economia, a abertura comercial, a permissão para a entrada de investimentos estrangeiros em bolsa, etc., atraíram a atenção e permitiram o fluxo de capitais externos para o mercado doméstico (CARVALHO, 2000, p. 597).

Como resultado dessas mudanças, um volume significativo de investimentos externos foi direcionado ao mercado doméstico. Separando a década em dois subperíodos, 1990-94 e 1995-99, alguns indicadores evidenciam o crescimento experimentado pelo mercado de capitais brasileiro.

O movimento de capitais estrangeiros, extraído do Anexo IV (investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros) do Banco Central registrou um total de US\$ 15,3 bilhões entre 1991 e 1999, sendo US\$ 11,5 bilhões na primeira metade e US\$ 3,8 bilhões na segunda. A entrada líquida de capitais começou com US\$ 386 milhões em 1991 para atingir uma média anual de US\$ 3,3 bilhões entre 1993 e 1996, com pico de US\$ 5,5 bilhões em 1993. Em 1998, no entanto, o saldo foi negativo em US\$ 2,4 bilhões, derivado dos rumores de crise cambial, confirmada no início de 1999.

A forte entrada de capitais estrangeiros criou condições para um crescimento expressivo no valor das ações e no volume negociados em bolsa. Tanto a capitalização bursátil quanto o volume total negociado, como proporção do Produto Interno Bruto, atingiram índices recordes. A capitalização bursátil, que iniciou a década em 3,5% do PIB, atingiu 33,5% em 1994, fechou 1999 em 30,9%, com uma média de 26,3% entre 1993 e 1998. O volume total negociado, por sua vez, representava 1,1% do PIB, em 1990, atingiu 26,9% em 1997, alcançou uma média de 16,7% entre 1993 e 1998, para encerrar a década em 12,1%.

Com a mesma tendência, já que representa a razão entre o volume total negociado e a capitalização bursátil, o *turnover*, que em 1990 representava 30,8% do PIB, chegou a atingir 107,2% em 1998, manteve média de 64% entre 1993 e 1998, para fechar a década em 39%.

O índice preço-lucro da Bovespa, que mede a relação entre o valor dos papéis negociados e o lucro auferido no período, também refletiu o período de euforia do mercado acionário. Esse indicador iniciou 1990 em 3,6; cresceu regularmente até 1996, quando atingiu o ápice de 34; registrou, entre 1994 e 1996, média de 24,5; para encerrar a década em 15,2. Essa queda nos últimos anos da década, pondera Carvalho (2000, p. 603), decorreu das crises asiática, russa e brasileira.

Apesar de alcançar números nunca antes registrados na história do mercado de capitais brasileiro, ressalta Carvalho (2000, p. 599) que, nas comparações internacionais, “A fraca classificação nos critérios de capitalização bursátil e valor transacionado como proporção do PIB reflete, em termos comparativos, a pouca importância do mercado acionário relativamente à economia brasileira”.

O Ibovespa, índice de uma carteira teórica que mede a variação das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, bem como o IBRX-100, índice de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bovespa, refletiram os resultados anteriores. Além do Ibovespa, o principal termômetro do mercado acionário, a Bovespa tem criado alguns outros índices com finalidades específicas. O IGC, por exemplo, mede a evolução de uma carteira formada pelas empresas listadas nos segmentos especiais de governança corporativa.

Nesse período, também ficou evidente o grau crescente de institucionalização experimentado pelo mercado de capitais brasileiro, medido por dois indicadores, como proporção do PIB: o patrimônio líquido dos fundos de investimento e o total de ativos dos fundos de pensão (entidades fechadas).

Esse movimento foi observado, mais acentuadamente, no Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento que, em 1990, representava menos de 2% do PIB, vindo a atingir 10% em 1994, com média de 14% entre 1996-98, para fechar a década em praticamente 22%. Já o total de Ativos dos Fundos de Pensão cresceu, ainda que em menor ritmo. Correspondia a 2,6% do PIB em 1990, alcançou 10,1% em 1994, manteve-se ao redor de 9,7% no triênio 1996-98, para atingir 11,3% em 1999.

Entretanto, dessas estatísticas, observa Nóbrega *et al.* (2000, p. 27), deve ser destacado que, no caso dos fundos mútuos de investimentos, uma parte substancial dos recursos era constituída por simples depósitos de investidores de curto prazo. Acrescentam ainda que “A

elevação conjuntural dos juros no período 1994-99 explica nesse caso parte do crescimento do volume”.

O expressivo crescimento do mercado secundário foi, da mesma forma, acompanhado pelo mercado primário. Tanto a emissão de ações, como a emissão de títulos de dívida, representados pelas debêntures e notas promissórias, também alcançaram volumes significativos. O volume de emissões de ações registrou, em 1990, US\$ 775 milhões, ficando próximo desse nível até 1993 para, a partir desta data, no quinquênio 1993-98, alcançar a cifra de US\$ 1,89 bilhão. O volume de debêntures que, por seu turno, correspondia a US\$ 916 milhões em 1990, chegou a uma média, no quinquênio 1993-98, de US\$ 6,4 bilhões, para registrar, em 1998, o valor de US\$ 8,7 bilhões, o maior da década.

Entretanto, observa Carvalho (2000, p. 603), quando comparado com outros países, como proporção da formação bruta de capital fixo, a emissão de ações no Brasil “é bastante modesta”. Em 1996, por exemplo, somava menos de 1%, apenas 0,78%, quando, nesta mesma época, os Estados Unidos e o Reino Unido registravam 17%; Chile e Malásia, 14%; Índia, 11%; Indonésia e Filipinas, 8% e Colômbia, França, Hungria e Quênia, 5%.

Por outro lado, as taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro têm sido desestimulantes para o mercado de capitais. Uma comparação, por exemplo, entre o retorno proporcionado pelo Ibovespa e o retorno auferido nas aplicações atreladas ao Certificado de Depósito Interbancário – CDI, no período de 1994 a 1999, segundo Nóbrega *et al.* (2000, p. 26), mostra que “as aplicações de menor risco e volatilidade paradoxalmente produziram os melhores resultados no longo prazo”. Durante esse período, somente em 1999 a variação do Ibovespa, de 104,5%, foi superior à taxa *Selic*, anualizada em 25,5%.

Segundo Carvalho (2000, p. 606), “o grande florescimento do mercado de capitais dos anos 90 foi acompanhado por uma redução monotônica do número de empresas listadas no país”. Com exceção de 1996, em que houve um incremento de menos de 2%, em todos os anos da década de 90, que iniciou com 579 e terminou com 487, houve redução do número de empresas listadas na Bovespa. A tendência à queda, informa Carvalho (2000, p. 607), não se restringiu apenas às empresas listadas em bolsa, mas a todo o segmento de empresas abertas (incluindo também aquelas que emitem apenas títulos de dívida). Segundo o autor, o crescimento para um total de 1047 empresas abertas em 1998, comparado com uma média de 850 no período de 1990-95, foi artificial, pois muitas delas se referiam a “empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e *leasing*, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão”.

Assinala Carvalho (2000, p. 607) que, nesse mesmo período de redução das empresas de capital aberto, também foi inexpressivo o número das que abriram seu capital por emissão primária de ações, as chamadas *Initial Public Offerings* – IPO. Afirma que, “entre 1994 e 1999 apenas 29 IPOs foram registrados, com um pico de 9 em 1995”.

Segundo Lisboa (2005, p. 320), até 1994, as elevadas taxas de inflação permitiam financiar os desequilíbrios do setor público, porém, a partir de então, com a queda significativa dos níveis inflacionários, houve expressivo aumento real dos gastos públicos, sobretudo em meados dos anos 1990. Ressalta o autor que, entre 1995 e 2002, o crescimento médio da economia foi de aproximadamente 3% ao ano, mas os gastos primários cresceram, em termos reais, cerca de 6% ao ano. Nesse período, como reflexo desse descompasso, enquanto a relação dívida/PIB passou de menos de 30% do PIB para mais de 55% do PIB, a carga tributária passou de aproximadamente 28% para quase 36%. Nesse contexto, Goldfajn *et al.*, 2003 (apud NOVAES, 2005, p. 124), afirmam que o principal impedimento para o avanço do mercado de capitais brasileiro advém da instabilidade econômica, como dívida pública elevada e juros altos e voláteis.

Nóbrega (2005, p. 23) relata dois fatores negativos para o desenvolvimento do mercado de capitais. O primeiro deles é a relativamente baixa proteção ao investidor, derivada de um sistema jurídico pouco propício à proteção dos contratos e do direito de propriedade. O segundo é a irracionalidade do sistema tributário, ou seja, o tamanho da carga e seus efeitos negativos sobre as transações financeiras. Nóbrega *et al.* (2000, p. 5-9) citam o exemplo da CPMF, criada para reduzir o déficit público, mas que prejudica a liquidez e o acesso. Com um custo superior às margens de negociação, tal tributo incentivaria a migração do mercado de capitais nacional para bolsas estrangeiras. Para os autores (op. cit.), enquanto em Nova Iorque “o custo para negociação de um lote de 1000 ADRs é de R\$ 158,40, na Bovespa pode chegar a R\$ 801,21. Uma transação com *euro bonds* brasileiros custa 0,10%, quando, aqui no Brasil, só a CPMF levaria 0,38%”.

Para Arida, Bacha e Lara-Resende, 2005, (apud NOVAES, 2005, p. 127), o risco jurisdicional, que “se define como incerteza quanto à alteração de regras (não apenas no âmbito da justiça) e à interpretação favorável aos credores pelos tribunais” seria responsável pelo reduzido crédito de longo prazo e as altas taxas de juros no país.

Para Novaes (2005, p. 128), a incerteza sobre o cumprimento dos contratos impede o surgimento de um mercado de longo prazo no país, levando os agentes econômicos a contratar o consumo de longo prazo por meio de sucessivos instrumentos de curto prazo. Segundo Arida, Bacha e Lara-Resende (2005, p. 178-179), a inexistência de um mercado de crédito de

longo prazo no país se deve à elevada possibilidade de mudanças repentinas nas regras do jogo pelo governo e por interpretações dos tribunais, tornando os contratos inseguros. Ou seja, não existe crédito de longo prazo no Brasil porque o poupador, que é provedor do *funding*, isto é, de recursos no sistema, leva em conta a inconsistência da jurisdição. Não alonga prazos, pois tem medo. Assim, o elemento crítico da criação do mercado doméstico de crédito de longo prazo é o desenvolvimento da confiança do poupador na qualidade da jurisdição brasileira.

Ademais, lembram Bacha e Oliveira Filho (2005, p. 26), a competição com os instrumentos de renda fixa em um país com alta taxa de juros e marcante liquidez dos títulos públicos jamais favoreceu o mercado de ações. Enquanto as perspectivas para os investidores individuais sempre estiveram ligadas a uma cultura de curto prazo, com a percepção de que se vive essencialmente em um mercado especulativo de alto risco, para os investidores institucionais, as iniciativas se resumiram basicamente a elementos compulsórios de compra. Mesmo as grandes privatizações iniciadas na década de 1990 não criaram o ambiente estável necessário ao florescimento de uma demanda contínua de ações.

Um outro aspecto nocivo é ainda ressaltado por Haddad (2005, p. 184). Segundo o autor, altos prêmios de controle estão negativamente relacionados ao desenvolvimento do mercado de capitais. No Brasil, esse prêmio é um dos mais altos do mundo. Um alto prêmio de controle indica que o controlador se apropria de benefícios que não serão estendidos aos demais acionistas.

Apresentados os principais elementos da economia nacional que impactam o mercado de capitais, essa seção segue com as condições em que a formulação do problema de pesquisa é delineada.

1.3 O Problema da Pesquisa

Com base em La Porta *et al.* (1997, 1998a e 1998b), Carvalho (2000, p. 621) argumenta que evidências “apontam que a configuração e a importância que os mercados de capitais assumem nos diversos países dependem fundamentalmente da qualidade da governança corporativa, i. e., da proteção dada aos investidores”.

Em aparente resposta à observação de Carvalho (2000), além de visar ao fomento do mercado de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo, inspirada no *Neuer Markt* alemão, lançou o Novo Mercado, em dezembro de 2000, com o objetivo de proporcionar maior transparência, segurança e tratamento igualitário entre investidores e acionistas. Trata-se de

segmento especial da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação.

Por outro lado, Medeiros e Ramos (2004, p. 2) ponderam que “(...) o mercado acionário reflete o comportamento errático da economia brasileira, que é caracterizado por problemas estruturais associados a crises conjunturais (...)”. Os resultados encontrados pelos autores sugerem que “(...) as variáveis determinantes do desempenho do mercado são a taxa de juros, a taxa de câmbio, o crescimento econômico, o desempenho das bolsas internacionais e o risco-país”.

Em face das características expostas, formula-se o seguinte problema de pesquisa:

- Qual a relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais brasileiro?

1.4 Os Objetivos

O objetivo principal deste estudo é:

- Verificar a relação existente entre os fatores macroeconômicos, com base em variáveis macroeconômicas selecionadas, e a governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais.

Mais especificamente, busca-se investigar a existência e a natureza das relações, com o mercado de capitais, das variáveis macroeconômicas como: taxas de juros; taxas de inflação; taxas de câmbio; taxas do risco-país; comportamento do nível da produção industrial; desempenho do mercado de capitais norte-americano; desempenho do mercado de capitais internacional; volume líquido de investimento estrangeiro direto – IED; fluxo líquido de investimentos estrangeiros em carteira (portfolio) realizados na Bolsa de Valores; volume da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP); e emissão de certificados de ações na captação de recursos no exterior por meio dos *american depositary receipts* – ADRs.

Simultaneamente, é investigada também a possível relação entre o incremento no número de empresas ingressantes nos segmentos especiais de empresas com práticas superiores de governança corporativa, implementada pela Bovespa em junho de 2001, e o mercado de capitais brasileiro.

Portanto, como objetivos secundários, busca-se verificar:

- a relação entre a governança corporativa e o comportamento do mercado de capitais brasileiro.
- a relação entre os fatores macroeconômicos e o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

1.5 Justificativa do Estudo

Como destaca Nóbrega (2000), na economia de um país, o mercado de capitais tem o relevante papel de aproximar, de um lado, agentes com excesso de recursos, mas sem oportunidades de investimentos produtivos e, de outro, agentes que possuem as oportunidades, mas não dispõem de recursos suficientes. Esses agentes podem ser pessoas físicas, jurídicas ou até mesmo entidades públicas.

Para Carvalhal-da-Silva (2004, p. 349), no Brasil, o debate em torno da governança corporativa, como forma de estímulo para o mercado de capitais, intensificou-se bastante na última década. Houve uma mudança, nas relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários, com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais.

Nesse cenário de abertura da economia brasileira, o mercado de capitais tem sido influenciado pelo aumento dos investidores estrangeiros no país, pelo processo de privatização de empresas estatais e pelo crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais, fatores que exigem o uso de boas práticas de governança corporativa.

No Brasil, algumas iniciativas, tanto institucionais quanto governamentais, têm sido tomadas no sentido de estimular e desenvolver um modelo de governança para as empresas brasileiras, com o objetivo de atrair e fomentar o mercado de capitais nacional. Segundo Silveira (2004, p. 56-57), destacam-se:

- Criação dos códigos de governança corporativa do IBGC e da CVM;
- Criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa;
- Aprovação da lei n.º 10303/2001, conhecida como a nova lei das SAs;
- Regulamentação, pelo CMN, mediante resolução 2829/01, do limite de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;

- Exigência, pelo BNDES, de adoção de práticas de governança corporativa como um dos requisitos na concessão de financiamentos.

Outro aspecto apontado por Silveira (2004, p. 47), nas questões que envolvem governança corporativa e mercado de capitais, é quanto às repercussões dos desajustes sociais (demissões, lacunas no mercado, etc.) provocados a curto prazo, além dos problemas potenciais de longo prazo (fuga de investidores, aumento do custo de capital e redução dos investimentos), o que tem atraído cada vez mais a atenção das autoridades públicas.

Assim, a importância dessa pesquisa pode ser vista sob diferentes aspectos:

- a. Para o meio acadêmico, a pesquisa contribui para um maior entendimento do impacto causado pela governança corporativa e pelos fatores macroeconômicos sobre o mercado de capitais;
- b. Para as autoridades governamentais que, ao tomar conhecimento da influência exercida por esses fatores sobre o mercado de capitais, poderão administrar suas decisões no sentido de estimular o seu desenvolvimento;
- c. Para as empresas brasileiras que necessitam do mercado de capitais como fonte para captação de recursos, já que a pesquisa permite conhecer as regras e o funcionamento do segmento especial de listagem de governança corporativa da BOVESPA;
- d. Para os acionistas das empresas, que poderão conhecer as práticas diferenciadas de governança corporativa, sua relação com as variáveis macroeconômicas e o seu impacto no valor das empresas;
- e. Para os investidores, brasileiros e estrangeiros, que poderão ser auxiliados em seu processo de tomada de decisão ao levar em consideração o efeito das variáveis sobre o mercado de capitais;
- f. Para a BOVESPA, que poderá desenvolver mecanismos institucionais no sentido de estimular o mercado de capitais quando vislumbrar a ocorrência de fatores negativos sobre o seu desempenho.

1.6 Delimitação do Estudo

A presente pesquisa, além das variáveis econômicas selecionadas, restringe-se às empresas brasileiras que integraram o segmento especial de listagem da BOVESPA, no período de junho de 2001 a junho de 2006. O comportamento do mercado de capitais, a ser avaliado no período de julho de 1995 a junho de 2007, é representado tão somente pelos

índices Ibovespa e IBrX-100, além da Liquidez do Mercado. Essa medida é calculada levando-se em conta a razão entre o total do volume financeiro negociado e a capitalização bursátil, excluindo quaisquer outros indicadores ou formas que possam mensurá-lo.

No que se refere às variáveis macroeconômicas, não é objetivo deste trabalho o estudo das decisões que possam afetá-las, mas tão somente a variação delas e a relação que possam ter com o mercado de capitais nacional.

Também não é objetivo deste estudo a análise e o relacionamento entre os mecanismos de governança corporativa, como estruturas de propriedade e controle, número e independência dos conselhos de administração, as auditorias independentes utilizadas pelas companhias, os programas de incentivo e monitoramento e outros, com o mercado de capitais.

1.7 Hipóteses da pesquisa

Um experimento, para Demo (1995, p. 163), “é o teste de uma hipótese, que tenta relacionar dois fatores em uma relação causal, por pesquisa em diversas situações”. Para Trujillo (1974, p. 132), hipóteses são formulações provisórias, como propostas antecipadas da realidade existencial.

Espera-se que a implementação pela BOVESPA, a partir de junho de 2001, de um segmento especial de listagem para as empresas com práticas superiores de Governança Corporativa tenha influência positiva no mercado de capitais, na medida em que proporciona maior transparência, segurança e tratamento igualitário entre investidores e acionistas.

Já para as variáveis macroeconômicas, a literatura pertinente antecipa relações tanto positivas quanto negativas com o mercado de capitais.

Para atender ao objetivo principal desta pesquisa, que é analisar o comportamento do mercado de capitais brasileiro como função da governança corporativa e de determinadas variáveis macroeconômicas, bem como orientar o procedimento de obtenção e tratamento dos dados, foram formuladas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1: A adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa está **positivamente relacionada** ao desempenho do mercado de capitais;

H2: As taxas de juros, medidas pelas taxas *Selic*, estão **negativamente relacionadas** ao desempenho do mercado de capitais;

H3: As taxas de inflação, medidas pelo índice geral de preços, mercado, da Fundação Getúlio Vargas, estão **negativamente relacionadas** ao desempenho do mercado de capitais;

H4: As taxas de câmbio estão **negativamente relacionadas** ao desempenho do mercado de capitais;

H5: As taxas de risco-país, medidas pela diferença entre o *C Bond* e o *T Bond*, estão **negativamente relacionadas** ao desempenho do mercado de capitais;

H6: O comportamento do nível da produção industrial, medido pela variação da Produção Física Industrial do IBGE, está **positivamente relacionado** ao desempenho do mercado de capitais;

H7: O desempenho do mercado de capitais norte-americano, medido pela variação do índice *Dow Jones*, da NYSE, está **positivamente relacionado** ao desempenho do mercado de capitais;

H8: O desempenho do mercado de capitais internacionais, medido pela variação do índice S&P 500, da Standard & Poors, está **positivamente relacionado** ao desempenho do mercado de capitais;

H9: A entrada de Investimentos Estrangeiros no Brasil, medida pelo volume líquido de IED – Investimento Estrangeiro Direto, está **positivamente relacionada** ao desempenho do mercado de capitais;

H10: A entrada de Investimentos Estrangeiros na bolsa de valores, medida pelo fluxo líquido de investimentos estrangeiros em carteira (portfolio), está **positivamente relacionada** ao desempenho do mercado de capitais;

H11: O comportamento do endividamento público, medido pela variação da dívida líquida do setor público (DLSP) em milhões de reais, está **negativamente relacionado** ao desempenho do mercado de capitais;

H12: A emissão de certificados de ações, na captação de recursos próprios no exterior por empresas brasileiras, medida pela emissão de ADRs – *American Depositary Receipts*, está **negativamente relacionada** ao desempenho do mercado de capitais.

Encontra-se no Quadro 1 um sumário das relações a serem testadas, com os respectivos sinais esperados, tendo por base as hipóteses assumidas para a presente pesquisa.

Relações a serem testadas	Sinais esperados
Adição de empresas aos segmentos de governança corporativa	(+)
Juros - desempenho	(-)
Inflação – desempenho	(-)
Câmbio - desempenho	(-)
Risco-país - desempenho	(-)
Produção industrial - desempenho	(+)
Índice Dow Jones - desempenho	(+)
Índice S&P 500 - desempenho	(+)
Investimento estrangeiro direto - desempenho	(+)
Investimento estrangeiro em carteira - desempenho	(+)
Endividamento público - desempenho	(-)
Emissão de ADRs - desempenho	(-)

QUADRO 1 – **Sinais esperados das relações a serem testadas**

FONTE: extraído das hipóteses formuladas.

1.8 Estrutura do trabalho

O presente trabalho está organizado em cinco capítulos. No primeiro, descreve e justifica o tema e o objetivo do trabalho, bem como define as hipóteses a serem testadas. A seguir, tem-se a Fundamentação Teórica, que apresenta o corpo conceitual que sustenta o desenvolvimento da pesquisa e traz uma revisão da literatura sobre o assunto, destacando, também, os resultados dos principais testes empíricos já realizados. O terceiro capítulo, referente à Metodologia da Pesquisa, apresenta a forma como foi realizado o trabalho, trata dos métodos e instrumentos empregados na coleta e análise dos dados, bem como justifica a amostra e o período escolhidos para a realização do estudo. O capítulo quatro traz a Apresentação e Discussão dos Resultados e o último, o capítulo cinco, expõe as Considerações Finais, aponta as principais limitações desta pesquisa e faz as recomendações para estudos futuros.

Capítulo II

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

A fundamentação teórica inicia com a apresentação do mercado de capitais, suas características e relevância macroeconômica. Com base na nova economia institucional, segue conceituando a firma sob a ótica contratual, à luz da teoria da agência e a teoria dos custos de transação, que tratam a informação sob ângulos diferentes, mas cuja ênfase é a assimetria dela derivada. Finaliza relacionando a teoria da firma com a governança corporativa no mercado de capitais.

2.1 Introdução

O tema mercado de capitais é amplo e tem recebido, aqui no Brasil, a atenção de vários interessados: pesquisadores, gestores, investidores e órgãos governamentais. No meio acadêmico, o assunto tem sido estudado sob as mais diferentes abordagens, desde a eficiência do mercado até aspectos comportamentais.

Neste estudo pretende-se analisar o comportamento do mercado de capitais brasileiro em face da governança corporativa e de determinadas variáveis macroeconômicas.

A opção por dar maior ênfase à governança corporativa, tema multidisciplinar que transita tanto nas searas do direito e economia, como da contabilidade e finanças, é que ela tem as suas raízes na teoria de agência e também na teoria dos custos de transação, ambas originárias da nova economia institucional e que, por sua vez, estão vinculadas à teoria contratual da firma.

Dada a importância que o mercado de capitais representa para o crescimento econômico dos países, tendo por base evidências empíricas que comprovam o elevado grau de inter-relacionamento entre ambos, este estudo opta por abordá-los na seqüência.

2.2 Mercado de capitais e crescimento econômico

De forma mais abrangente, os trabalhos iniciais procuraram medir a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico (Schumpeter [1959, publicado em 1911], e Goldsmith [1969]). O desenvolvimento financeiro como indutor do crescimento econômico, segundo Matos (2002), considera que instituições financeiras podem promover

eficiência econômica global, ao gerar e expandir liquidez, mobilizar poupança, intensificar a acumulação de capital, transferir recursos entre setores da economia.

Novaes (2005, p. 119), ao abordar a relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico, acrescenta que, entre os principais objetivos, podem ser destacados:

- a. Facilitar as operações de *trading* e *hedging*, melhorando a diversificação de risco;
- b. Alocar de forma mais eficiente os recursos escassos;
- c. Monitorar os administradores de empresas – um mercado de capitais desenvolvido permite o desenho de instrumentos financeiros sofisticados que induzem os administradores a otimizar a função-objetivo dos acionistas;
- d. Mobilizar a poupança – alguns projetos, sem acesso a muitos investidores, não assumem sua escala ótima e apresentam resultados menos eficientes; e
- e. Facilitar as trocas de bens e serviços – ao reduzir o custo de transação na mobilização dos insumos da produção e das tecnologias de produção disponíveis, o mercado de capitais promove especialização, inovação tecnológica e crescimento econômico.

Levine e Zervos (1998) ainda ressaltam que mercados de capitais mais líquidos, em que os custos de negociações de ações são menores, aumentam os incentivos para investimentos em projetos de longo prazo, dado que os investidores podem facilmente vender sua participação, caso necessitem de recursos antes da maturação do projeto. Aliás, segundo Carvalho (2000), o crescimento econômico é afetado pelo mercado de capitais por meio da criação de liquidez. Segundo o autor, muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longos prazos, mas encontram investidores geralmente refratários a comprometer recursos por longos períodos. Assim, os mercados de capitais tornam esses investimentos líquidos, menos arriscados e mais atraentes aos investidores.

Moura (2005, p. 189) expõe que trabalhos, como de Levine (1997, 1999) e de Djankov *et al.* (2005), apontam a inter-relação estatisticamente significativa entre desenvolvimento financeiro e melhoria de variáveis econômicas, institucionais e políticas, como a redução da assimetria de informação nos mercados de crédito e de capitais, a defesa dos direitos dos acionistas minoritários etc.

No entanto, Matos (2002, p. 10) lembra que, na linha de determinação conjunta, apesar de Levine (1997, p. 702-703) ter argumentado em favor da relevância do desenvolvimento financeiro para o crescimento da economia, ainda há a necessidade de novas pesquisas para melhorar a compreensão sobre a natureza dessa relação, visto que o sistema financeiro pode

ser moldado por avanços não-financeiros. Por exemplo, mudanças nas telecomunicações, computadores, políticas do setor não-financeiro, instituições e do próprio crescimento econômico, poderiam influenciar a qualidade dos serviços e a estrutura do sistema financeiro.

Portanto, a discussão sobre a natureza da relação teórica entre desenvolvimento financeiro não estabelece, *a priori*, uma clara direção de causalidade, não obstante predomine a visão de que existe uma relação direta entre as duas variáveis, fluindo do desenvolvimento financeiro para o crescimento da economia.

Dentre as evidências internacionais, em que se registra uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico e o uso de dados em nível de país, Matos (2002, p. 15) afirma que podem ser destacados os estudos de Khan e Senhadji (2000), Darrat (1999), Levine (1998), Rajan e Zingales (1998), Levine (1997 e 1999) e Levine e Zervos (1998).

2.3 Intermediação Financeira

Alguns requisitos são necessários para que a intermediação financeira possa desempenhar o papel de canalizar recursos entre os diferentes agentes em uma economia. Gurley-Sham, 1960, (apud LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 406-407), destacam, como pré-condições para que se estabeleça intermediação:

1. a superação do primitivo estágio do escambo;
2. a criação de bases institucionais para o funcionamento do mercado de intermediação financeira;
3. a existência de agentes econômicos deficitários e superavitários, estes dispostos a transformar seus ativos monetários em ativos financeiros mediante riscos e possibilidades correntes de ganho real para financiar os déficits daqueles.

O terceiro estágio, citado como o mais importante pelos autores, utiliza a intermediação financeira para transferir recursos daqueles agentes que possuem rendimentos em excesso, relativamente às suas intenções de gasto, para aqueles agentes que apresentam dispêndio superior a seus rendimentos correntes.

É nesse processo, de canalização de recursos captados junto aos agentes superavitários para os deficitários, que surge o mercado financeiro, tendo na intermediação financeira o papel de operacionalizar os fluxos de financiamento indireto e da economia.

Como ressalta Lopes e Rossetti (2002, p. 406),

este sistema de canalização de recursos de agentes superavitários para agentes deficitários estimulará ainda mais as atividades econômicas, por gerar condições para a expansão da demanda agregada, na forma de mais consumo ou de mais investimento.

Nos países desenvolvidos, a intermediação financeira cumpre importante tarefa de canalizar e transformar eficientemente os recursos de poupança em investimento. De acordo com Contador, 1974 (apud LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 412), “Quanto mais desenvolvido o estágio da intermediação financeira, maior tende a ser a formação de capital e mais eficiente a alocação de recursos”.

As diversas características dos intermediários, como a capacidade de economia de escala, a possibilidade de diversificação e a especialização, é que tornam a intermediação atraente, pondera Andrezo e Lima (1999, p. 11).

2.3.1 Intermediação Financeira no mercado de ações

Contador, 1974 (apud LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 466-467), destaca que, em uma primeira fase, a canalização das poupanças para a formação de capital se processa de forma direta, em que a figura do poupador se identifica com a do investidor (por exemplo, retenção e reaplicação de lucros retidos); em uma segunda fase, processos indiretos são estabelecidos, como canalização compulsória ou voluntária, por meio de instituições governamentais, seguindo-se, por fim, a fase de subscrição de ações por intermédio do mercado financeiro ou diretamente por instituições especializadas do mercado acionário.

Desse modo, a eficiência na alocação de recursos e o grau de desenvolvimento do mercado de capitais podem ser mensurados a partir da importância relativa de cada uma dessas formas do processo de canalização de poupanças. Um mercado de capitais primitivo tende a basear-se, principalmente, no processo direto de transformação de poupanças em investimentos. À medida que o mercado se desenvolve, o mecanismo direto é substituído por mecanismos indiretos. Inicia-se o processo com a intermediação governamental, seguindo-se com a intermediação via mercado financeiro, até uma etapa mais moderna, baseada na canalização de poupanças via bolsas de valores ou por subscrição direta de ações (CONTADOR, 1974).

Entretanto, lembra Moura-da-Silva, 1979 (apud LOPES; ROSSETTI, 2002, p. 468), apesar do desenvolvimento do mercado acionário ser dependente da última etapa do processo

de amadurecimento dos sistemas domésticos de intermediação financeira, há, no caso brasileiro, fatores que limitam a expansão desse mercado.

Por exemplo, a concentração da oferta financeira pelo Estado, com remuneração real mínima garantida, o favorecimento na contração de dívidas, por meio da concessão de créditos governamentais a juros reais negativos, e a estrutura da grande empresa nacional, normalmente de origem familiar e de capital não aberto, têm conduzido à pouca expressividade do mercado acionário.

2.4 Função do Mercado Financeiro

Carvalho (2001) destaca que o papel primordial do sistema financeiro dentro do sistema econômico é facilitar a alocação dos recursos. Segundo Levine, 1997 (apud MATOS, 2002, p. 5), as funções básicas do sistema financeiro, podem ser enumeradas como: (a) transferir, proteger, diversificar e combinar riscos, (b) mobilizar ou captar poupanças, (c) alocar recursos, (d) facilitar as trocas de bens e serviços, e (e) monitorar dirigentes empresariais e controlar empresas mediante arranjos que os forcem a agir de acordo com os interesses da instituição credora.

No entanto, Andrezo e Lima (1999, p. 5-10) ressaltam que antes de definir a função do mercado financeiro, torna-se importante destacar os conceitos de investimento e poupança, pois estes “constituem o cerne de todo o sistema financeiro”. Poupança pode ser definida como parte da renda não consumida, ou seja, a abstenção de consumo constitui um ato de poupar. Assim, como uma decisão intertemporal, a poupança é uma alocação do consumo no tempo. Por outro lado, a utilização dos recursos poupados, próprios ou de terceiros, para a produção de um bem de capital representa um ato de investimento.

A existência, em uma economia moderna, de uma multiplicidade de poupadores e investidores leva-os a serem divididos em dois grandes grupos: unidades econômicas superavitárias (com recursos em excesso) e unidades econômicas deficitárias (que necessitam de recursos). Assim, o mercado financeiro existe porque, em um dado momento, alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos das unidades que apresentam níveis de poupança para as unidades que necessitam de recursos para investir.

Entretanto, existe uma outra possibilidade para aquelas unidades econômicas deficitárias financiarem sua necessidade de investimento superior à sua capacidade de poupança: a emissão de obrigações primárias ou diretas. Como essas unidades econômicas

não têm o poder de emitir moeda, recorrem à emissão de outros ativos financeiros, por exemplo, notas promissórias, debêntures e ações.

Esse mecanismo de obtenção direta melhora consideravelmente a alocação da poupança e estimula atitudes de poupança e investimento, pois os agentes que desejam investir não precisam mais adiar oportunidades promissoras por motivo de falta de poupança acumulada, e os agentes que têm excesso de poupança encontram uma aplicação mais interessante do que manter os saldos em dinheiro.

Uma vantagem desse mecanismo é a possibilidade de dividir um investimento em valores menores, mais acessíveis aos que apresentam poupança. Esses agentes, como as sociedades corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, atuam como mero intermediadores, na distribuição primária, não assumindo nenhum risco em nome próprio.

Entretanto, esse contato direto ainda mantém a desvantagem de falta de opções mais adequadas em termos de prazo, custos e riscos e a discriminação em relação a pequenos lançamentos, pois os agentes intermediários limitam-se a oferecer recursos em condições semelhantes às dos ofertadores. Surge assim uma outra inovação institucional que é a possibilidade de negociação, no mercado secundário, dos títulos anteriormente colocados no mercado primário. Aborda-se a seguir a interdependência entre esses dois importantes mercados.

2.5 Mercado financeiro e mercado de capitais

O mercado financeiro é o espaço em que acontece a intermediação de recursos financeiros, monetários e não monetários. Nele, está compreendido o mercado de capitais. No entanto, antes de abordá-lo, discorre-se sobre a segmentação do mercado financeiro tratada pelos autores.

2.5.1 Segmentação do Mercado Financeiro

A segmentação do mercado financeiro, de forma mais restrita, é feita por Ross (2002), que o divide em duas categorias básicas: o mercado monetário, composto pelos títulos de dívida a curto prazo, e o mercado de capitais, no qual são transacionados títulos de dívida de longo prazo e as ações.

Já outros autores, como Lopes e Rossetti (2002, p. 414-415), propõem uma divisão para o mercado financeiro em quatro segmentos: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de capitais e mercado cambial. Nessa classificação, esses mercados são operados por intermediários bancários, que operam com papel-moeda, e intermediários não bancários, que operam com ativos financeiros não monetários (títulos, ações).

O mercado monetário é o segmento em que se realizam as operações de curto e de curtíssimo prazos no suprimento das necessidades momentâneas de caixa dos agentes econômicos. Já o mercado de crédito é voltado para atender às necessidades de crédito de curto e de médio prazos dos agentes econômicos. O mercado cambial, por seu turno, é o segmento responsável pelas operações de compra e venda de moedas estrangeiras conversíveis, cujas transações são realizadas sob a intermediação de instituições financeiras autorizadas, bancárias e não bancárias.

Já o mercado de capitais, cujo suprimento é realizado por intermediários financeiros não bancários, busca atender aos agentes econômicos produtivos quanto às suas necessidades de financiamento de médio e, sobretudo, de longo prazos, geralmente aquelas relacionadas com investimentos em capital fixo. Integram esse segmento as operações realizadas nas bolsas de valores, especialmente com ações.

2.5.2 Conceitos de Mercado Primário e Mercado Secundário

Andrezo e Lima (1999, p. 5-10) destacam que o mercado primário é aquele onde se negocia a subscrição ou venda dos novos títulos financeiros. Aquele que necessita de recursos financeiros entra em contato, direto ou indireto, por meio de intermediários financeiros não bancários, com os poupadores, e emite títulos ou valores mobiliários para capitalizar-se ou financiar-se.

Por sua vez, Lopes e Rossetti (2002, p. 414) afirmam que mercado primário é aquele em que se realiza a primeira aquisição do ativo, assim que emitido. É nesse mercado que, no financiamento das atividades produtivas e do consumo, efetivamente se transferem fundos de agentes superavitários para agentes deficitários.

Já o mercado secundário, segundo Andrezo e Lima (1999, p. 5-10), é o local onde se negociam esses títulos e valores mobiliários decorrentes do mercado primário. Como as negociações abrangem apenas as transferências de títulos entre investidores ou instituições, não há ingresso de recursos novos para a entidade que emitiu o título, mas apenas um resgate do valor para quem o havia adquirido, o que viabiliza a liquidação dos investimentos

realizados pelos poupadores originalmente. Assim, o mercado secundário faz com que os agentes com poupança tenham maior disposição ao risco, pois sabem que poderão facilmente vender esses títulos futuramente se desejarem investir mais do que poupam. Com isso, o mercado secundário dá liquidez aos títulos e facilita o processo de mudança da composição da carteira.

Lopes e Rossetti (2002, p. 414-415) lembram que esse mercado não exerce precipuamente a função de aumentar o estoque de ativos financeiros e, conseqüentemente, o fluxo agregado de financiamentos; tem sim, a finalidade de aumentar a liquidez do estoque de ativos financeiros da economia, tornando mais atraente sua aquisição primária. Embora o estoque de ativos financeiros não seja diretamente alterado com as negociações secundárias, estas constituem uma das pré-condições mais importantes para o bom desempenho e para a própria expansão do mercado primário de ativos financeiros.

2.6 Mercado de capitais

Sob um ponto de vista exclusivamente financeiro, Andrezo e Lima (1999, p. 3), dividem o mercado financeiro em duas categorias, levando-se em conta, principalmente, os prazos das operações: Mercado de Crédito, com operações de prazo curto, médio ou aleatório, caracterizado por funcionar a partir de normas contratuais, em que são estabelecidos o valor da operação, o custo do crédito, o prazo, as eventuais garantias e a forma de liquidação; e Mercado de Capitais, com operações de médio ou longo prazo ou de prazo indefinido (ações, por exemplo), funcionando para financiamento de capital fixo, capital de giro e especiais.

Por outro lado, vistas sob uma ótica estritamente jurídica, as operações do Mercado de Capitais, normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou por meio de intermediários financeiros não-bancários, são caracterizadas pela desintermediação financeira, sendo realizadas por um conjunto de operações com valores mobiliários, como ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição, etc. (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 3).

Uma característica particular desse tipo de mercado é a possibilidade de constituição de créditos não exigíveis, baseados em uma expectativa de renda superior à taxa de juros do mercado, como é o caso das ações. Este é um mercado predominantemente de renda variável, cujas operações são realizadas por instituições auxiliares na intermediação financeira entre poupadores e investidores. (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 4-5).

2.7 O Mercado de Capitais brasileiro

Como objeto da presente investigação, que busca explicá-lo como função da governança corporativa e de determinados fatores macroeconômicos, o mercado de capitais é considerado, pela BOVESPA, como um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. Está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamentos a médio e longo prazos para capital de giro e capital fixo. O mercado de capitais oferece também financiamentos com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações.

Adaptada de Matsuo e Eid Júnior (2004, p. 4), o Quadro 2 evidencia o tamanho do mercado de capitais brasileiro. Depois de situar-se em torno de 30% do PIB entre 1994 e 2003, o valor de mercado das companhias listadas na BOVESPA superou, em setembro de 2005, a marca de um trilhão de reais (1,051). Mais recentemente, em junho de 2007, também rompia a marca de um trilhão de dólares (1,97 trilhão de reais), aproximando-se dos 70% do PIB. Um outro destaque é o estoque de debêntures que, até 2004, praticamente situava-se abaixo dos 3% do PIB. Respectivamente, em 2005 e 2006, passou a representar 4% e 6,7% do PIB. Em números absolutos, no primeiro semestre de 2007, esse estoque já totalizava 167 bilhões de reais.

Ano	PIB	Valor de mercado das companhias abertas		Empréstimos do sistema financeiro ao setor privado		Programa Depositary Receipt		Estoque de debêntures	
		R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB	R\$ bi	% PIB
1997	939,1	285,1	30,4%	233,5	24,9%	46,8	5,0%	21,2	2,3%
1998	979,3	194,4	19,9%	253,9	25,9%	66,4	6,8%	20,8	2,1%
1999	1.065,0	408,9	38,4%	268,3	25,2%	66,6	6,3%	21,1	2,0%
2000	1.179,5	441,0	37,4%	307,5	26,1%	66,6	5,6%	26,3	2,2%
2001	1.302,1	430,3	33,0%	322,5	24,8%	66,9	5,1%	37,9	2,9%
2002	1.477,8	438,3	29,7%	366,0	24,8%	69,6	4,7%	45,8	3,1%
2003	1.700,0	676,7	39,8%	403,2	23,7%	70,0	4,1%	42,4	2,5%
2004	1.941,5	904,9	46,6%	479,5	24,7%	72,7	3,7%	44,1	2,3%
2005	2.147,9	1.128,5	52,5%	586,5	27,3%	74,3	3,5%	85,0	4,0%
2006	2.322,8	1.545,0	66,5%	713,7	30,7%	76,3	3,3%	155,5	6,7%
% PIB - média		39,4%		25,8%		4,8%		3,0%	

QUADRO 2 – Tamanho do mercado de capitais brasileiro

FONTES: Banco Central do Brasil, CVM, BOVESPA, IBGE e Sistema Nacional de Debêntures (SND), 2007.

NOTAS: a) Todos os valores em R\$ bi correntes e percentual do PIB; b) Inclui somente as empresas listadas na BOVESPA; c) Operações de crédito realizadas no ano; d) Valores convertidos de dólares para reais pela cotação de venda de fechamento mensal; e) A soma dos títulos em mercado e em tesouraria.

As empresas, na captação de recursos para fazer frente às necessidades de investimentos, têm à sua disposição diversas modalidades de financiamento. Dessas operações são gerados instrumentos financeiros (papéis/títulos) que podem ser negociados no âmbito do mercado de capitais nacional e internacional. Destacam-se, dentre outros, a oferta pública de ações e debêntures, o lançamento de *commercial paper* (notas promissórias), a securitização de recebíveis por meio dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), o lançamento de recibo de ações no exterior por intermédio dos *depository receipt*, etc.

O Quadro 3 resume a captação de recursos externos utilizados pelas empresas brasileiras entre 1997 e 2006. Em relação à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), alguns instrumentos sofreram alterações substanciais no período. As duas tradicionais formas de captação utilizadas pelas empresas brasileiras, a emissão primária de ações e a emissão primária de debêntures, respectivamente com médias de 0,8% e 3,9% como formação bruta de capital fixo, em 2006 registraram 2,8% e 13,8%, revelando uma nova disposição das companhias no suprimento de suas necessidades de recursos. Também merecem destaque as duas novas fontes de captação de recursos derivadas da securitização de recebíveis. A partir de 1999, as empresas do ramo imobiliário passaram a ter como nova fonte de recursos a emissão dos CRIs, que tiveram seu melhor desempenho em 2005, com captação de 2,1 bilhões. Já os FIDCs começaram timidamente em 2002, mas, crescendo continuamente, levantaram em 2006 recursos da ordem de 12,8 bilhões.

Ano	Companhias abertas - CVM (ativas)	Emissões primárias de ações	Emissões primárias de debêntures	Emissões primárias de Notas Promissórias	CRI + FIDC	Programa <i>depository receipt</i>	Desembolsos BNDES	Invest. estrangeiro direto - IED (líquido)	Varição Emprest. Sist. Financ. ao setor privado
	Total	R\$ milhões							
1997	966	3.965	7.518	5.147	0	4.146	17.894	20.571	27.290
1998	900	4.112	9.657	12.903	0	19.639	18.991	33.688	20.342
1999	883	2.749	6.676	8.044	13	165	18.052	51.989	14.446
2000	852	1.410	8.748	7.591	172	15	23.046	60.293	39.137
2001	831	1.353	15.162	5.266	223	339	25.217	53.370	15.079
2002	793	1.050	14.636	3.876	342	2.687	37.419	47.419	43.500
2003	718	230	5.282	2.128	1.828	439	33.534	30.779	37.200
2004	652	4.470	9.614	2.241	5.538	2.725	39.834	52.781	76.300
2005	621	4.365	41.539	2.632	10.682	1.632	46.980	36.800	107.000
2006	625	14.223	69.464	5.279	13.849	2.017	51.318	40.795	127.200
% FBCF - média do período		0,8%	3,9%	1,2%	0,7%	0,8%	6,7%	9,3%	10,7%

QUADRO 3 – Captação de recursos externos por empresas brasileiras

FONTES: Banco Central do Brasil, CVM, BOVESPA, BNDES, IBGE e Sistema Nacional de Debêntures (SND), 2007.

NOTAS: a) Todos os valores em R\$ milhões correntes; b) Percentual da formação bruta de capital fixo; c) Valores do programa *Depository receipt* convertidos em reais pela cotação de venda de fechamento mensal; d) Desembolsos do BNDES não incluem financiamento à exportação e desembolsos do BNDESPAR no mercado secundário; e) Valores de investimentos estrangeiros diretos convertidos em reais pela média trimestral da cotação do dólar venda; f) Diferença do volume de operações de crédito de um ano a outro.

Em termos de volumes negociados, a BOVESPA registrou uma forte expansão a partir de 2004, conforme revela o Quadro 4, em que a média diária praticamente é duplicada, passando de 1,221 para 2,435 milhões de reais, em 2006. Dados relativos ao primeiro semestre de 2007, com 4,035 milhões de média diária, sugerem a tendência de crescimento sustentado. Os dados disponíveis a partir de 2001 ressaltam a preferência do investidor pelos negócios à vista, os quais representam pouco mais de 90%, ficando o restante para os negócios a termo e opções.

Ano	N.º Cias. com ações negociadas	Média diária de negociação	Volumes totais negociados por tipo de mercado								
			À vista	%	A termo	%	Opções	%	Outros	%	Total
1997	545	829	n/d		n/d		n/d		n/d		235.372
1998	535	658	n/d		n/d		n/d		n/d		200.557
1999	487	626	n/d		n/d		n/d		n/d		164.750
2000	467	747	n/d		n/d		n/d		n/d		190.357
2001	439	611	135.425	90,1%	6.463	4,3%	8.417	5,6%	0	0,0%	150.305
2002	407	558	125.350	90,2%	5.142	3,7%	8.477	6,1%	0	0,0%	138.969
2003	383	818	182.080	89,0%	6.342	3,1%	16.162	7,9%	0	0,0%	204.584
2004	373	1.221	273.084	89,8%	10.644	3,5%	20.375	6,7%	0	0,0%	304.102
2005	366	1.611	366.653	91,4%	13.238	3,3%	21.261	5,3%	0	0,0%	401.152
2006	378	2.435	555.477	92,8%	20.044	3,3%	23.360	3,9%	0	0,0%	598.881
2007(*)	394	4.035	460.343	93,2%	15.157	3,1%	18.365	3,7%	0	0,0%	493.865

QUADRO 4 – Volumes em milhões de reais negociados na Bovespa

FONTE: BOVESPA (2007).

NOTA: (*) Referem-se a dados relativos ao primeiro semestre.

Os dados disponíveis entre 2001 e 2007, este para o primeiro semestre, no que se refere à participação dos investidores na BOVESPA, revelam um aumento dos investidores estrangeiros, acompanhados pelos investidores institucionais, compensada pela diminuição gradativa das instituições financeiras, conforme Quadro 5. Os investidores pessoas físicas têm representado, no período, aproximadamente um quarto do volume total negociado.

Investidores	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(*)
Pessoas Físicas	20,5%	20,8%	24,4%	27,5%	25,4%	24,6%	22,9%
Institucionais	17,3%	17,6%	29,4%	28,1%	27,5%	27,2%	28,5%
Estrangeiros	25,1%	26,0%	24,1%	27,3%	32,8%	35,5%	34,5%
Empresas	3,0%	3,3%	3,7%	3,0%	2,3%	2,2%	2,5%
Instituições Financeiras	34,0%	32,1%	18,0%	13,8%	11,7%	10,4%	11,4%
Outros	0,1%	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%	0,1%	0,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUADRO 5 – Participação dos investidores na BOVESPA

FONTE: BOVESPA (2007).

NOTA: (*) Dados relativos ao primeiro semestre.

Ainda é possível visualizar, graficamente, essa troca de posições entre os investidores da BOVESPA, conforme evidenciado na Figura 1.

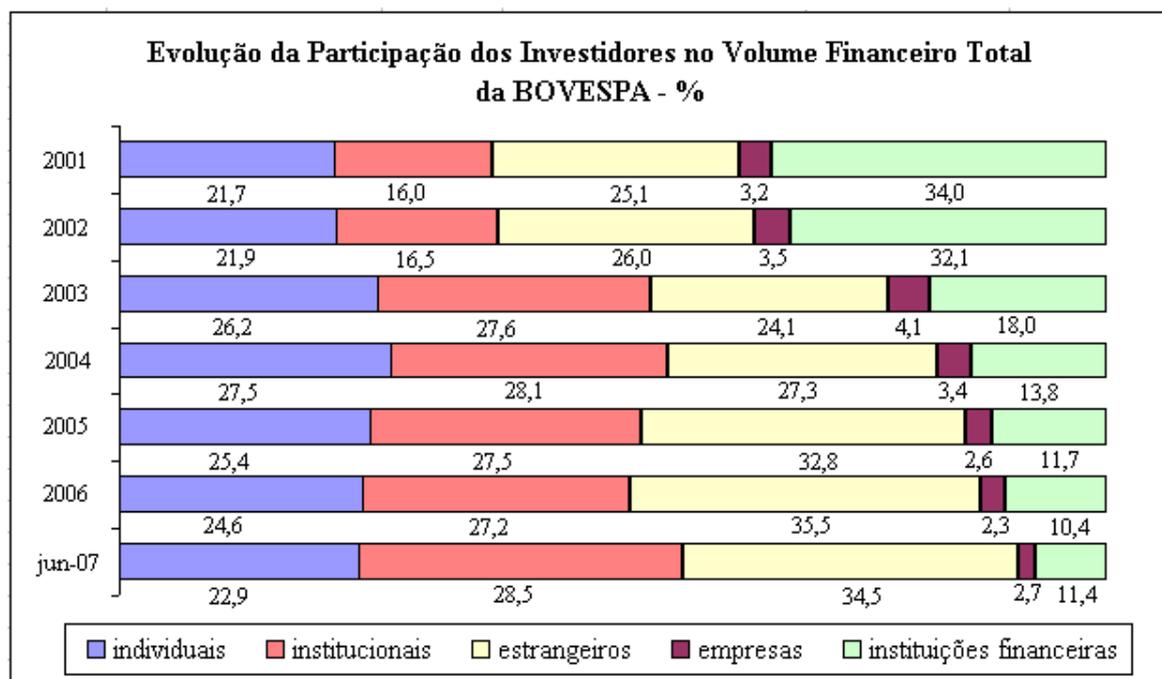


FIGURA 1 – Evolução da participação dos investidores na BOVESPA

FONTE: BOVESPA (2007).

O fluxo de investimentos externos para a Bolsa de Valores, contabilizados pelo anexo IV do Banco Central do Brasil, registrou recorrentes oscilações entre 1997 e 2002, às vezes com saldos positivos, às vezes negativos. No entanto, desde 2003, a conta corrente de investimentos em carteira tem sido superavitária, conforme Quadro 6, com saldo superior a 10 bilhões de dólares em 2006. Confirmando a euforia experimentada pelo mercado acionário brasileiro, até junho de 2007, o saldo desse fluxo era positivo em quase 14 bilhões de dólares.

Período	US\$ milhões		
	Ingresso	Retorno	Saldo
1997	32.191,9	30.576,8	1.615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2.462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
2000	10.831,3	12.665,9	-1.834,6
2001	9.347,6	10.076,4	-728,8
2002	7.565,1	7.901,1	-336,0
2003	11.019,7	8.599,2	2.420,5
2004	20.218,7	19.948,7	270,0
2005	36.038,6	35.331,9	706,7
2006	59.845,0	49.643,8	10.201,2
2007 (*)	57.194,8	43.375,1	13.819,7

QUADRO 6 – Investimentos Externos em Bolsa - Anexo IV

FONTE: CVM (2007).

NOTA: (*) Valores obtidos até junho.

Por sua vez, o volume líquido de investimento estrangeiro direto – IED, recursos de caráter permanente que “vêm para ficar”, apresentou cifras expressivas entre 1998 e 2000, com média de 30 bilhões de dólares, conforme Quadro 7. No entanto, durante a mudança presidencial, entre 2002 e 2003, registrou tanto quedas na entrada quanto acréscimos na saída, para começar um novo período de estabilidade a partir de 2005, contabilizando, apenas no primeiro semestre de 2007, um saldo de mais de 20 bilhões de dólares.

Período	US\$ milhões		
	Crédito	Débito	Líquido
1997	22.081,0	3.088,3	18.992,7
1998	34.982,0	6.126,6	28.855,4
1999	36.254,4	7.676,1	28.578,3
2000	40.290,6	7.511,5	32.779,1
2001	30.016,9	7.559,4	22.457,5
2002	26.459,9	9.869,7	16.590,2
2003	19.238,0	9.094,2	10.143,8
2004	25.800,6	7.654,9	18.145,7
2005	30.062,0	14.995,6	15.066,4
2006	32.296,7	13.514,4	18.782,3
2007 (*)	27.136,3	6.272,0	20.864,3

QUADRO 7 – Investimento Estrangeiro Direto - IED

FONTE: Banco Central do Brasil (2007).

NOTA: (*) Valores obtidos até junho.

A comparação entre o volume total negociado em bolsa e o valor de mercado das companhias brasileiras revela, conforme Quadro 8, que na época da privatização do setor de telecomunicações, entre 1997 e 1998, o *turnover* situava-se em torno de 80%, resultante das elevadas somas de recursos investidas naqueles segmentos. Entretanto, entre 1999 e 2006, esse indicador da liquidez do mercado acionário brasileiro oscilou ao redor de 38%, revelando a baixa importância relativa de nosso mercado de capitais.

Ano	N.º Cias. com ações negociadas	Capitalização Bursátil/PIB (%)	Volume total negociado/PIB (%)	<i>Turnover</i>
1997	545	30,4%	25,1%	82,6%
1998	535	19,9%	20,5%	103,2%
1999	487	38,4%	15,5%	40,3%
2000	467	37,4%	16,1%	43,2%
2001	439	33,0%	11,5%	34,9%
2002	407	29,7%	9,4%	31,7%
2003	383	39,8%	12,0%	30,2%
2004	373	46,6%	15,7%	33,6%
2005	366	52,5%	18,7%	35,5%
2006	378	66,5%	25,8%	38,8%

QUADRO 8 – **Evolução do mercado de ações brasileiro**

FONTES: BOVESPA e IBGE (2007).

Um outro aspecto apontado como negativo para o mercado de capitais nacional é a forte concentração dos negócios. O próprio Quadro 8 já evidencia esse cenário, em que o número de empresas com ações negociadas praticamente decresceu monotonicamente nos últimos dez anos, porém com aumentos na participação da capitalização bursátil. O Quadro 9 revela essa característica do mercado acionário brasileiro. As cinco maiores negociações representam aproximadamente um terço do volume total negociado; as dez maiores, mais de 50%, com exceção de 2006, que começa a mostrar sinais de leve diminuição. Aliás, em 2006, praticamente todos os intervalos sofreram pequenas reduções, com exceção do intervalo da maior negociação. Dados do primeiro semestre de 2007 aparentam revelar essa lenta tendência de diminuição da concentração do mercado acionário.

Concentração	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (*)
A maior	11,5%	14,5%	15,5%	17,5%	10,0%	9,8%	13,8%	13,3%
5 maiores	39,7%	38,2%	40,6%	38,7%	31,6%	34,9%	33,9%	34,0%
10 maiores	55,4%	53,9%	56,5%	53,5%	45,3%	51,3%	46,1%	44,4%
20 maiores	72,1%	71,5%	76,1%	73,0%	64,5%	68,3%	62,5%	57,8%
30 maiores	79,6%	80,6%	84,8%	82,9%	75,5%	77,1%	72,6%	67,2%
40 maiores	84,9%	86,4%	90,3%	88,6%	82,6%	83,4%	79,5%	73,8%
50 maiores	88,9%	91,0%	93,9%	92,3%	87,3%	87,8%	84,7%	78,9%
60 maiores	91,6%	93,9%	95,8%	94,6%	91,1%	90,8%	88,5%	82,5%
70 maiores	93,7%	95,6%	97,1%	96,2%	93,7%	93,2%	91,2%	85,3%
80 maiores	95,3%	96,7%	97,9%	97,4%	95,6%	95,1%	93,4%	87,3%
90 maiores	96,3%	97,5%	98,5%	98,2%	96,8%	96,5%	95,2%	89,1%
100 maiores	97,1%	98,1%	98,9%	98,7%	97,6%	97,5%	96,6%	90,4%

QUADRO 9 – Concentração das negociações no mercado à vista da Bovespa

FONTE: BOVESPA (2007).

NOTA: (*) Dados relativos ao primeiro semestre.

Reforçando essa concentração de negócios do mercado acionário, o Quadro 10 mostra as dez principais ações negociadas entre 2000 e 2007, este último considerando apenas o primeiro semestre. Entre 2000 e 2004, a ação Telemar PN “reinou absoluta”, sendo a mais disputada pelos investidores nesse período. Porém, a partir de 2005, a ação Petrobrás PN, que já ameaçava a onipotência da Telemar PN, toma a liderança e, até o primeiro semestre de 2007, mantém-se como a preferida do investidor. Destaque-se o crescimento sustentado, a partir de 2004, da ação Vale R Doce PNA, que se tornou, em 2006 e primeiro semestre de 2007, a segunda ação mais negociada na BOVESPA. Em termos totais, as dez ações mais negociadas na BOVESPA, depois de oscilar acima de 50% entre 2000 e 2005, passaram a representar 46,1% em 2006, com sinais de redução para 2007, significando 44,4% do mercado no primeiro semestre.

Empresas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(*)
	(%)							
TELES RCTB - RPN	11,49							
PETROBRAS - PN	9,21	11,19	10,85	9,79	9,97	9,79	13,76	13,27
TELEMAR - PN	7,73	14,48	15,47	17,48	13,15	8,40	3,31	1,73
TELESP - PN	5,82							
GLOBO CABO - PN	5,42							
PETROBRAS - ON	3,12	4,17	4,47	2,98	3,03		2,63	2,27
BRADESCO - PN	3,10	3,76	5,21	3,68	2,84	4,12	4,28	3,62
EMBRATEL PAR - PN	2,95	3,28		3,64				
VALE R DOCE - PNA	2,88	4,01	4,45	4,11	4,57	7,76	8,65	10,86
TELESP CL PART - PN	2,46							
TELESP CL PA - PN		4,29	3,07	2,88				
BRASIL TPAR - PN		2,98	2,62					
ITAUBANCO - PN		2,85	4,56	3,25	3,01	4,25	3,05	2,45
ELETRORBRÁS - PNB		2,78	2,98					
CEMIG - PN			2,78	2,95	2,64		1,91	
SID NACIONAL - ON				2,78	3,54	3,53	2,22	2,18
USIMINAS - PNA					3,94	4,64	3,85	3,48
AMBEV - PN					2,83			
CAEMI - PN						3,92		
GERDAU - PN						2,41		1,79
VALE R DOCE - ON						2,51	2,44	2,73
Total	54,18	53,79	56,46	53,54	49,52	51,33	46,10	44,38

QUADRO 10 – As dez ações mais negociadas

FONTE: BOVESPA (2007).

NOTA: (*) Dados relativos ao primeiro semestre.

2.7.1 Bolsa de Valores

Ao operacionalizar a intermediação financeira, as instituições ocupam papel de extrema importância. No âmbito do mercado de capitais, por exemplo, as Bolsas de Valores e as sociedades corretoras e sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários são responsáveis pela transferência de recursos entre os agentes superavitários e aqueles carentes de recursos.

O papel principal das Bolsas de Valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos. Têm responsabilidades pela fixação de um preço justo, formado por consenso de mercado mediante mecanismos de oferta e procura. Obrigam-se as bolsas, ainda, a efetuar, dentro do menor prazo e da maior amplitude possível, a divulgação de todas as operações realizadas.

As Bolsas de Valores atuam com diversos tipos de mercado. No mercado à vista, são realizadas operações com liquidação financeira imediata ou, no máximo, num prazo bastante curto. Nos mercados a termo, opções e futuros, cada um com características próprias de funcionamento, as operações têm sua liquidação processada num prazo maior.

As **sociedades corretoras** são instituições que efetuam, com exclusividade, a intermediação financeira nos pregões das Bolsas de Valores, das quais são associadas mediante a aquisição de um título patrimonial. Entre outros direitos que lhes competem, as sociedades corretoras podem:

- a. promover ou participar de lançamentos públicos de ações;
- b. administrar e custodiar carteiras de títulos e valores mobiliários;
- c. organizar e administrar fundos e clubes de investimentos;
- d. efetuar operações de intermediação de títulos e valores mobiliários, por conta própria e de terceiros;
- e. efetuar operações de compra e venda de metais preciosos, por conta própria e de terceiros;
- f. operar em bolsas de mercadorias e futuros, por conta própria e de terceiros;
- g. operar, como intermediadora, na compra e venda de moedas estrangeiras, por conta e ordem de terceiros (operações de câmbio);
- h. prestar serviços de assessoria técnica em operações inerentes ao mercado financeiro.

As **sociedades distribuidoras** são também instituições intermediadoras de títulos e valores mobiliários, cujos objetivos básicos se assemelham bastante aos das corretoras. Entre as operações típicas dessas instituições, destacam-se:

- a. aplicações por conta própria ou de terceiros (intermediação) em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável;
- b. operações no mercado aberto;
- c. participação em lançamentos públicos de ações.

2.7.2 Títulos do Mercado de Capitais

Segundo Cavalcante Filho e Misumi (2001, p. 19), as operações no mercado de capitais usualmente são de longo prazo e podem envolver a compra de participação acionária no empreendimento. Nesse mercado, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas (ações) ou de empréstimos tomados por empresas (debêntures conversíveis, bônus de subscrição e *commercial papers*), sem participação de intermediários financeiros.

As operações no mercado de capitais abrangem, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação (BOVESPA, 2000, p. 7).

Caracterizada como uma operação típica das sociedades anônimas, a ação representa a menor parcela em que se divide o capital social da companhia. De acordo com a natureza dos direitos ou vantagens conferidos a seus titulares, as ações são classificadas em ordinárias ou preferenciais.

Já as debêntures são classificadas como títulos privados de crédito, emitidos exclusivamente por sociedades por ações e colocadas no mercado principalmente entre os investidores institucionais. Atualmente emitidas na forma escritural, as debêntures podem ser privadas ou públicas.

2.7.3 Índices do mercado de capitais

É comum entre as Bolsas de Valores a criação de indicadores, geralmente de volume e liquidez, que possam servir de parâmetro aos investidores na avaliação e desempenho do mercado de capitais. Leite e Sanvicente (1994) ressaltam a importância desempenhada por tais índices, entre eles o *Dow Jones Industrial*, o *Standard & Poors 500*, o Ibovespa e outros que fornecem a cada momento uma noção precisa das tendências do mercado acionário e, conseqüentemente, da economia como um todo. Esses indicadores permitem uma comparação entre os diversos mercados ao redor do mundo, viabilizando as decisões de investimentos dos diversos tipos de investidores.

Em junho de 2007, a BOVESPA possuía dez (10) diferentes indicadores para medir o desempenho do mercado de capitais brasileiro. Desde índices setoriais, como o de energia elétrica e o de telecomunicações, até índices de empresas consideradas de “investimentos socialmente responsáveis”, como o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). Dentre outros, destacam-se os mais antigos, como o Índice BOVESPA (Ibovespa) e o Índice Brasil (IBrX), e, mais recentemente, o Índice de ações com Governança Corporativa diferenciada (IGC).

O IGC, lançado em 26/06/2001, tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Compõem a carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. A ponderação do IGC é feita pelo valor de

mercado das ações em circulação (*free-float*) das respectivas empresas e há peso diferenciado para as empresas, Novo Mercado (peso 2), Nível 2 (peso 1,5) e Nível 1 (peso 1).

- **Ibovespa**

O índice mais antigo e tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) é o Ibovespa, considerado o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Ao retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA, o índice tornou-se relevante para o mercado em face da tradição e integridade de sua série histórica, que não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação, em 1968.

O Ibovespa representa o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 2/1/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. 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, que busca refletir o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações a vista observadas nos pregões da BOVESPA.

No que se refere ao aspecto 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 a vista (lote-padrão) da BOVESPA. Quanto à capitalização bursátil, as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice BOVESPA são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório de todas as empresas com ações negociáveis na BOVESPA.

A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado à vista – em termos de número de negócios e volume financeiro – ajustada ao número da amostra. Essa representatividade é obtida pelo índice de negociabilidade da ação, calculado por meio da expressão (1):

$$IN = \sqrt{\frac{ni}{N} * \frac{vi}{V}}, \quad [1]$$

onde:

IN : índice de negociabilidade;

ni : n.º de negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão);

N : n.º total de negócios no mercado da BOVESPA (lote-padrão);

vi : volume financeiro gerado pelos negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão);

V : volume financeiro total do mercado à vista da BOVESPA (lote- padrão).

Já o Ibovespa é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo seu último preço) das ações integrantes de sua carteira teórica. Assim, é apurado por meio da expressão (2):

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} * Q_{i,t}, \quad [2]$$

onde:

$Ibovespa_t$: Índice BOVESPA no instante t ;

n : n.º total de ações componentes da carteira teórica;

P : último preço da ação “ i ” no instante t ;

Q : quantidade teórica da ação “ i ” na carteira no instante t .

Assim, a carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos 12 meses anteriores à formação da carteira:

- a. estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b. apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- c. ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

A carteira teórica do Ibovespa tem vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro, e para que a sua representatividade mantenha-se ao longo do tempo, ela é reavaliada ao final de cada quadrimestre. Uma ação selecionada para compor a carteira só deixará de participar quando não conseguir atender a pelo menos dois dos critérios de inclusão anteriormente indicados.

Conforme revela o Quadro 11, o Ibovespa, que utilizou uma carteira teórica de, em média, 48 empresas, representa aproximadamente 70% da capitalização bursátil da BOVESPA. O Ibovespa apresentou altos e baixos entre 1997 e 2002, mas desde 2003 tem ostentado crescimentos expressivos.

Ano	IBOVESPA				IBOVESPA		
	Fechamento - pontos		Variação anual		N.º Cias. Total	Vr. Mercado R\$ bi	% do Valor total de mercado
	Nominal	em US\$	Nominal	em US\$			
dez/97	10.196	9.133	+44,8	+34,9	n/d	n/d	n/d
dez/98	6.784	5.615	-33,4	-38,5	n/d	n/d	n/d
dez/99	17.091	9.554	+151,9	+70,2	n/d	n/d	n/d
dez/00	15.259	7.804	-10,7	-18,3	n/d	n/d	n/d
dez/01	13.577	5.851	-11,0	-25,0	48	294,5	68,4%
dez/02	11.268	3.189	-17,0	-45,5	47	294,1	67,1%
dez/03	22.236	7.696	+97,3	+141,3	45	493,6	72,9%
dez/04	26.196	9.869	+17,8	+28,2	45	642,1	71,0%
dez/05	33.455	14.293	+27,7	+44,8	48	841,2	74,5%
dez/06	44.473	20.802	+32,9	+45,5	48	1.180,7	76,4%
jun/07	54.392	28.238	+22,3	+35,7	53	1.462,4	74,2%

QUADRO 11 – Evolução do índice Ibovespa

FONTE: BOVESPA (2007).

▪ IBrX

O IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro, ou seja, escolhidas entre as ações classificadas em ordem decrescente por liquidez, de acordo com seu índice de negociabilidade (medido nos últimos doze meses).

Integrarão a carteira do IBrX - Índice Brasil as 100 ações que atenderem cumulativamente aos critérios a seguir:

- estarem entre as 100 mais bem classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade, apurados nos doze meses anteriores à reavaliação;
- terem sido negociadas em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

A carteira teórica do índice terá vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro. Ao final de cada quadrimestre a carteira será reavaliada e aquelas ações que não atenderem aos requisitos anteriores são excluídas.

A base do IBrX é fixada em 1.000 pontos para a data de 28 de dezembro de 1995, e sua divulgação teve início em 02 de janeiro de 1996. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste), designado por $\acute{\alpha}$, tal como expresso em (3):

$$\text{Índice inicial} = \text{Valor da Carteira} / \acute{\alpha} = 1.000.$$

[3]

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 IBrX - Índice Brasil é considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira.

À semelhança do Ibovespa, o índice de negociabilidade do IBrX pode ser calculado a partir da fórmula designada em (4):

$$IN = \sqrt{\frac{ni}{N} * \frac{vi}{V}}, \quad [4]$$

onde:

IN : índice de negociabilidade;

ni : n.º de negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão);

N : n.º total de negócios no mercado à vista da BOVESPA (lote-padrão);

vi : volume financeiro gerado pelos negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão);

V : volume financeiro total do mercado à vista da BOVESPA (lote-padrão).

Já o índice IBrX pode ser calculado por meio das fórmulas denotadas em (5) e (6), respectivamente:

a) sem utilizar o redutor:

$$IBrX_{(t)} = IBrX_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Qi_{t-1} * Pi_t}{\sum_{i=1}^n Qi_{t-1} * Pi_{t-1}} \quad [5]$$

onde:

$IBrX_{(t)}$: valor do índice no dia t;

$IBrX_{(t-1)}$: valor do índice no dia t-1;

n : número de ações integrantes da carteira teórica do índice (100);

Qi_{t-1} : quantidade teórica da ação “i” disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo, pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação “i” disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função desse provento;

Pi_t : preço da ação i no fechamento do dia t;

Pi_{t-1} : preço de fechamento da ação “i” no dia t-1, ou seu preço ex-teórico no caso da distribuição de proventos nesse dia.

b) utilizando o redutor:

$$\hat{Índice}_{(t)} = \frac{\text{Valor total da carteira}}{\text{Redutor}} = \frac{\left(\sum_{i=1}^n Pi_t * Qi_t \right)}{\alpha} \quad [6]$$

onde:

$\hat{Índice}_t$: valor do índice no instante t;

n : número total de empresas (na ação/tipo) integrantes da carteira teórica do índice;

Qi_t : último pregão da ação “i” no instante t;

Pi_t : quantidade da ação “i” na carteira teórica no instante t;

α : redutor utilizado para adequar o valor do índice à base corrente.

O IBrX, índice mais abrangente do que o Ibovespa, pois congrega em sua carteira teórica uma média de 80 empresas, tem apresentado uma capitalização bursátil superior a 80% do valor de mercado. Desde 2004, o IBrX tem superado a variação anual em dólar do Ibovespa, conforme se encontra evidenciado no Quadro 12.

Ano	IBrX				IBrX		
	Fechamento - pontos		Variação anual		N.º Cias. Total	Vr. Mercado R\$ bi	% do Valor total de mercado
	Nominal	em US\$	Nominal	em US\$			
dez/97	2.049	1.836	+33,0	+23,9	n/d	n/d	n/d
dez/98	1.275	1.055	-37,7	-42,5	n/d	n/d	n/d
dez/99	3.238	1.810	+153,9	+71,5	n/d	n/d	n/d
dez/00	3.211	1.643	-0,8	-9,3	n/d	n/d	n/d
dez/01	3.182	1.372	-0,9	-16,5	73	330,4	76,8%
dez/02	3.364	952	+5,6	-30,6	77	333,2	76,0%
dez/03	6.004	2.078	+78,4	+118,3	78	557,2	82,3%
dez/04	7.796	2.937	+29,8	+41,3	81	735,7	81,3%
dez/05	10.706	4.574	+37,3	+55,7	84	958,1	84,9%
dez/06	14.567	6.814	+36,0	+49,0	85	1.339,5	86,7%
jun/07	17.492	9.081	+20,0	+33,3	89	1.597,0	81,0%

QUADRO 12 – Evolução do índice IBrX

FONTE: BOVESPA (2007).

2.8 Fatores macroeconômicos e o mercado de capitais brasileiro

Além da governança corporativa como possível variável explicativa, o presente estudo busca investigar o impacto causado por outras variáveis macroeconômicas sobre o mercado de capitais brasileiro.

É esperado, portanto, como reflexo das medidas tomadas no ambiente econômico, tanto interna quanto externamente, que o mercado de capitais reaja às intempéries que se verificam no campo macroeconômico.

Para explicar o desempenho do mercado de capitais são utilizadas as mais diversas variáveis, como o desempenho macroeconômico, a taxa de câmbio, o risco-país, o desempenho dos mercados de capitais internacionais, as taxas de juros doméstica, etc.

Segundo Medeiros e Ramos (2004), o impacto do desempenho macroeconômico, medido geralmente pelo crescimento do PIB, tem uma lógica bastante óbvia: um aumento do PIB aumentaria os lucros das empresas e conseqüentemente os preços das ações. Portanto, o impacto esperado do desempenho macroeconômico deve ser positivo para o mercado de capitais.

Com relação à influência da taxa de câmbio, segundo os autores, as expectativas são contraditórias. Por um lado, tendo em vista que no Brasil cerca de 6% da dívida pública mobiliária interna, explicitada no item 3.5.15, é composta por títulos com correção cambial, um aumento da taxa de câmbio produziria um crescimento da dívida, piorando os fundamentos macroeconômicos e podendo desestimular os investidores, o que prejudicaria o desempenho do mercado. Por outro lado, um aumento da taxa de câmbio favoreceria as exportações brasileiras, o que geraria lucros e empregos no setor exportador. Como muitas empresas desse setor são empresas listadas na bolsa e tendo em vista o resultado favorável em termos das contas externas e da situação social, pode haver um impacto positivo no desempenho do mercado. A questão é saber se o saldo desses dois movimentos contraditórios é positivo ou negativo, o que faz parte da investigação.

Já o efeito do risco-país sobre o mercado de capitais parece incontroverso. Aumentos do risco-país refletem desconfiança dos investidores em relação à situação econômica, política e social do país, o que pode levar, no limite, a restrições ao movimento de capitais e moratória. Como resultado, há uma redução dos investimentos e o mercado de capitais é negativamente afetado.

A influência do desempenho de mercados de capitais internacionais é bastante conhecida nesses tempos de globalização. Muitos estudos atestam a correlação positiva entre o desempenho dos diversos mercados em redor do planeta. Tal fato não é diferente no Brasil, que tende a seguir as variações dos principais mercados, principalmente o dos Estados Unidos. Assim, o bom desempenho desses mercados impactaria positivamente o mercado de capitais nacional.

O impacto das taxas de juros de curto prazo no mercado é também facilmente explicável. Espera-se que, intuitivamente, aumentos na taxa de juros fortaleçam a remuneração nos mercados de renda fixa, o que atrairia investidores para esses segmentos em detrimento do mercado de renda variável. Entretanto, existe um efeito oposto a esse, na medida em que aumentos na taxa de juros aumentariam a dívida pública, provocando incertezas quanto aos fundamentos macroeconômicos e à capacidade de o governo administrar a dívida, o que não favoreceria o mercado de capitais.

Para Guerra, 2002 (apud MEDEIROS; RAMOS, 2004), à medida que a taxa de juros da economia é mantida em patamares elevados, os investidores não vêem estímulos em aplicar em títulos de renda variável. É melhor aplicar em títulos do governo (em princípio, os ativos de menor risco do mercado), uma vez que oferecem baixo risco e bom retorno, mediante taxas previamente fixadas. Ou seja, o investidor, ao ter pleno conhecimento do retorno de seu investimento, termina por ancorar em porto mais seguro.

De acordo com Medeiros e Ramos (2004), chamada “hipótese da *proxy*” de Fama (1984), diz que a inflação esperada é negativamente correlacionada com a atividade real esperada, que por sua vez é positivamente relacionada aos retornos do mercado acionário. Portanto, os retornos do mercado de ações devem ser negativamente correlacionados com a inflação esperada, que é freqüentemente representada pela taxa de juros de curto prazo.

2.9 Governança Corporativa no Brasil

A partir da década de 1990, com a estabilização econômica e com a abertura da economia brasileira, investidores estrangeiros começaram a participar em proporção cada vez maior do capital das empresas nacionais. Esse processo se deu, inicialmente, com os investimentos realizados dentro do país e, depois, com aquisição de ADRs nas bolsas norte-americanas, derivados de ações de companhias nacionais. Dessa forma, essas companhias passaram a ter contato com práticas avançadas de relação com investidores, acionistas minoritários e analistas de mercado, aplicadas no mercado norte-americano, levando as empresas nacionais a aperfeiçoarem suas políticas de divulgação de informações.

Desde então, algumas empresas brasileiras começaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas, além de uma gradativa participação de investidores institucionais brasileiros no mercado. Somado a esses fatos, o processo de privatização dos anos noventa resultou, em muitos casos, no surgimento de grandes empresas privatizadas cujo

controle passou a ser compartilhado entre vários grupos nacionais e internacionais. Todo esse contexto contribuiu para o desenvolvimento de um sistema de governança corporativa no país.

Diversos trabalhos realizados nos últimos quatro anos, como os de Carvalhal-da-Silva (2002), Okimura (2003), Lanzana (2004), Silveira (2004), Grava (2004), revelam as seguintes características das empresas brasileiras listadas em bolsa:

- propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- empresas com controle familiar ou compartilhado por poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para a resoluções das questões relevantes;
- acionistas minoritários pouco ativos;
- alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- baixa precisão na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, sobretudo nas empresas familiares;
- escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

Desse modo, o modelo de governança das companhias abertas brasileiras tem sido caracterizado pelo alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Assim, na maioria das empresas, o direito de controle, exercido pelos detentores de ações ordinárias, está dissociado do direito ao fluxo de caixa, pertencente aos acionistas preferenciais.

Com essa grande concentração de poder, os membros do conselho de administração são, em sua grande maioria, indicados pelo acionista controlador, o que reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, necessária para o cumprimento de suas atribuições legais de fixação das diretrizes dos negócios e de fiscalização da gestão dos executivos em *prol* de todos os acionistas. Nas empresas familiares, por sua vez, os conselheiros não são profissionais e, normalmente, são indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, o que prejudica a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia.

No entanto, o conjunto de mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica, a abertura do mercado e a maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, levou as empresas brasileiras à necessidade

de maior acesso aos mercados de capitais, sejam nacionais, sejam internacionais. Essa necessidade de obter recursos ao menor custo possível motivou as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual sistema brasileiro, sobretudo com relação aos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e a profissionalização do conselho de administração.

Nesse contexto, algumas iniciativas institucionais e governamentais foram tomadas no sentido de contribuir para o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, destacando-se:

- criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC);
- aprovação da Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001;
- criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- estabelecimento de novas regras para os fundos de pensão;
- definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos;
- adoção da cartilha de governança corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Portanto, o conjunto das medidas governamentais e institucionais pode, a longo prazo, contribuir de forma decisiva para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando, para as empresa, uma real fonte de capitalização.

2.9.1 O Novo Mercado

Inspirado em parte no *Neuer Markt* alemão, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da BOVESPA, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

O segmento especial de listagem lançado pela BOVESPA, genericamente conhecido como Novo Mercado, na verdade está subdividido em três partes: Novo Mercado e os “Níveis

Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2”. Os três níveis de governança corporativa abrigam regras próprias, nunca conflitantes com a legislação vigente, porém com um nível superior de exigência de comprometimento da empresa para com o mercado. Os níveis 1 e 2 de governança corporativa da BOVESPA foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, e proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos (CARVALHAL-DA-SILVA 2002, p. 13-14).

O Quadro 13, adaptado de Tavares Filho (2006), evidencia as condições a que são submetidas as empresas integrantes dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

Nível de Governança Corporativa		Práticas de Governança Corporativa exigidas pela BOVESPA (normas de conduta)
NOVO MERCADO	NÍVEL 1	Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital.
		Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.
		Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria.
		Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.
		Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.
	NÍVEL 2	Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano.
		Demonstrativos anuais seguindo as normas dos <i>Generally Accepted Accounting Principles</i> (US GAAP) ou <i>International Accounting Standards</i> (IAS), no caso das informações trimestrais.
		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% desse valor para os detentores de ações preferenciais, se for o caso (<i>tag along</i>).
		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 sempre que sejam deliberados em assembléia geral.
		Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro no N2GC ou NM.
		Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.
		Capital social composto exclusivamente de ações ordinárias.

QUADRO 13 – Práticas de Governança Corporativa exigidas pela BOVESPA

FONTE: BOVESPA (2007).

Em junho de 2007, existiam 122 companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa da BOVESPA: 38 no Nível 1, 15 no Nível 2 e 69 no Novo Mercado.

Essas empresas representavam 58,40% do valor de mercado, 63,37% do volume financeiro e 68,36% da quantidade de negócios no mercado à vista da BOVESPA, conforme Figura 2.

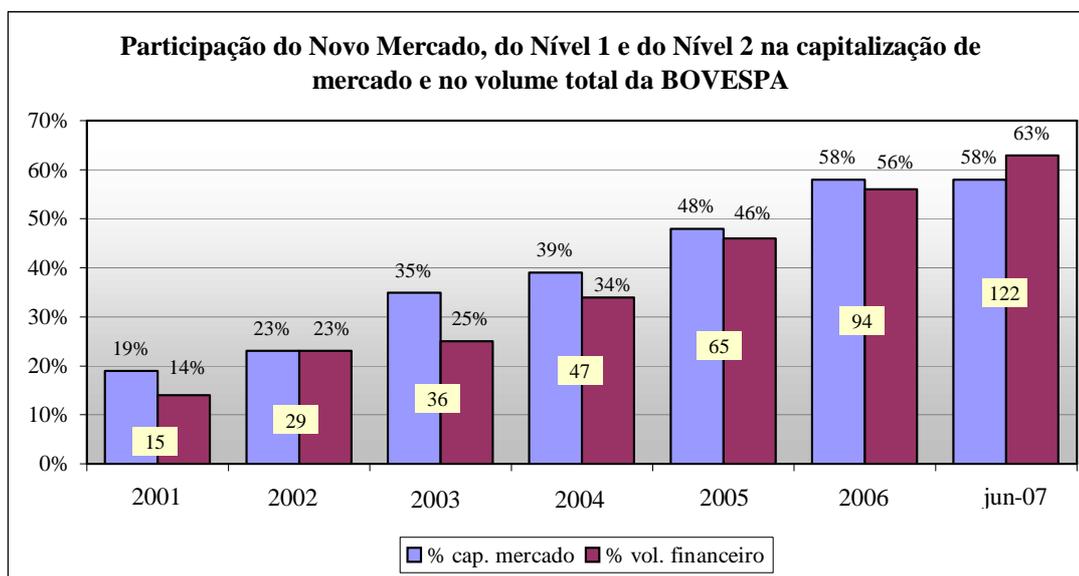


FIGURA 2 – Participação da GC na capitalização e no volume total da BOVESPA
 FONTE: BOVESPA (2007).

As 122 empresas, com suas respectivas datas de adesão aos segmentos de governança corporativa, podem ser visualizadas no Quadro 14.

Nome da Empresa	Segmento de Negociação	Data de Adesão
ALPARGATAS	Nível 1	15/7/2003
ARACRUZ	Nível 1	16/4/2002
ARCELOR	Nível 1	22/12/2005
BANCO PINE	Nível 1	2/4/2007
BANCO CRUZEIRO DO SUL	Nível 1	26/6/2007
BANCO DAYCOVAL	Nível 1	29/6/2007
BANCO SOFISA	Nível 1	2/5/2007
BRADESCO	Nível 1	26/6/2001
BRADESPAR	Nível 1	26/6/2001
BRASIL T PAR	Nível 1	9/5/2002
BRASIL TELEC	Nível 1	9/5/2002
BRASKEM	Nível 1	13/2/2003
CEDRO	Nível 1	2/10/2003
CEMIG	Nível 1	17/10/2001
CESP	Nível 1	28/7/2006
CIA HERING	Nível 1	13/12/2002
CONFAB	Nível 1	19/12/2003
DURATEX	Nível 1	5/5/2005
ELETRORÁS	Nível 1	29/9/2006
FRAS-LE	Nível 1	11/11/2004
GERDAU	Nível 1	26/6/2001
GERDAU MET	Nível 1	25/6/2003
IOCHP-MAXION	Nível 1	10/11/2005
ITAUBANCO	Nível 1	26/6/2001

Continua...

Continuação...		
Nome da Empresa	Segmento de Negociação	Data de Adesão
ITAUSA	Nível 1	26/6/2001
KLABIN	Nível 1	10/12/2002
MANGELS INDL	Nível 1	21/3/2003
P.AÇÚCAR-CBD	Nível 1	29/4/2003
PARANÁ BANCO	Nível 1	14/6/2007
RANDON PART	Nível 1	26/6/2001
RIPASA	Nível 1	12/11/2001
SADIA	Nível 1	26/6/2001
SUZANO PAPEL	Nível 1	5/8/2004
TRAN PAULIST	Nível 1	18/9/2002
ULTRAPAR	Nível 1	27/10/2005
UNIBANCO	Nível 1	26/6/2001
UNIBANCO HLD	Nível 1	26/6/2001
UNIPAR	Nível 1	24/11/2004
VALE R DOCE	Nível 1	12/12/2003
VCP	Nível 1	14/11/2001
VIGOR	Nível 1	4/10/2001
WEG	Nível 1	26/6/2001
ALL AMER LAT	Nível 2	25/6/2004
ANHANGUERA EDUC	Nível 2	12/3/2007
CELESC	Nível 2	26/6/2002
ELETROPAULO	Nível 2	13/12/2004
EQUATORIAL	Nível 2	3/4/2006
ETERNIT	Nível 2	2/3/2005
GOL	Nível 2	24/6/2004
MARCOPOLO	Nível 2	3/9/2002
NET	Nível 2	27/6/2002
SANTOS BRASIL	Nível 2	13/10/2006
SARAIVA	Nível 2	7/4/2006
SUZANO PETR	Nível 2	25/11/2004
TAM S/A	Nível 2	14/6/2005
TERNA PARTIC	Nível 2	27/10/2006
UOL	Nível 2	16/12/2005
VIVAX	Nível 2	8/2/2006
ABYARA	Novo Mercado	27/7/2006
AGRA INCORP	Novo Mercado	26/4/2007
AMERICAN BANK NOTE	Novo Mercado	27/4/2006
BANCO DO BRASIL	Novo Mercado	28/6/2006
BEMATECH	Novo Mercado	19/4/2007
BRASCAN	Novo Mercado	23/10/2006
BRASILAGRO	Novo Mercado	02/05/2006
BRASIL ECODIESEL	Novo Mercado	22/11/2006
BR MALLS	Novo Mercado	5/4/2007
CAMARGO CORREA	Novo Mercado	31/1/2007
CCR RODOVIAS	Novo Mercado	1/2/2002
COMPANY	Novo Mercado	2/3/2006
COPASA	Novo Mercado	8/2/2006
COSAN	Novo Mercado	18/11/2005
CPFL ENERGIA	Novo Mercado	29/9/2004
CREMER	Novo Mercado	30/4/2007
CR2	Novo Mercado	23/4/2007
CSU	Novo Mercado	2/5/2006
CYRELA REALT	Novo Mercado	21/9/2005
DASA	Novo Mercado	19/11/2004
Continua...		

Continuação...		
Nome da Empresa	Segmento de Negociação	Data de Adesão
DATASUL	Novo Mercado	2/6/2006
EMBRAER	Novo Mercado	5/6/2006
ENERGIAS BR	Novo Mercado	13/7/2005
EVEN	Novo Mercado	2/4/2007
EZETEC	Novo Mercado	22/6/2007
FERTIL HERINGER	Novo Mercado	12/4/2007
GAFISA	Novo Mercado	17/2/2006
GRENDENE	Novo Mercado	29/10/2004
GVT HOLDING	Novo Mercado	16/2/2007
IGUATEMI	Novo Mercado	7/2/2007
IND. ROMI	Novo Mercado	23/3/2007
INPAR	Novo Mercado	6/6/2007
JBS (FRIBOI)	Novo Mercado	29/3/2007
JHSF PARTIC	Novo Mercado	12/4/2007
KLABIN SEGALL	Novo Mercado	9/10/2006
LIGHT S/A	Novo Mercado	22/2/2006
LOG-IN	Novo Mercado	21/6/2007
LOCALIZA	Novo Mercado	23/5/2005
LOJAS RENNER	Novo Mercado	1/7/2005
LOPES	Novo Mercado	18/12/2006
LUPATECH	Novo Mercado	15/5/2006
MARFRIG	Novo Mercado	29/6/2007
M DIAS BRANCO	Novo Mercado	18/10/2006
MEDIAL SAÚDE	Novo Mercado	22/9/2006
METALFRIO	Novo Mercado	13/4/2007
MMX	Novo Mercado	24/7/2006
NATURA	Novo Mercado	26/5/2004
NOSSA CAIXA	Novo Mercado	28/10/2005
ODONTOPREV	Novo Mercado	1/12/2006
OHL BRASIL	Novo Mercado	15/7/2005
PDG REALTY	Novo Mercado	26/1/2007
PERDIGÃO	Novo Mercado	12/4/2006
PORTO SEGURO	Novo Mercado	22/11/2004
POSITIVO	Novo Mercado	11/12/2006
PROFARMA	Novo Mercado	26/10/2006
RENAR	Novo Mercado	28/2/2005
RODOBENS	Novo Mercado	31/1/2007
ROSSI RESID	Novo Mercado	27/1/2006
SABESP	Novo Mercado	24/4/2002
SÃO CARLOS	Novo Mercado	14/12/2006
SÃO MARTINHO	Novo Mercado	12/2/2007
SLC AGRÍCOLA	Novo Mercado	14/6/2007
SUBMARINO	Novo Mercado	30/3/2005
TECNISA	Novo Mercado	1/2/2007
TOTVS	Novo Mercado	9/3/2006
TRACTEBEL	Novo Mercado	16/11/2005

QUADRO 14 – Relação das empresas dos NDGC e suas respectivas datas de adesão
 FONTE: BOVESPA (2007).

Em junho de 2007, havia um total de 419 empresas com ações negociadas na BOVESPA. Desse total, 122 pertenciam aos segmentos especiais com praticas diferenciadas de governança corporativa. A Figura 3 destaca a participação de cada segmento da BOVESPA.

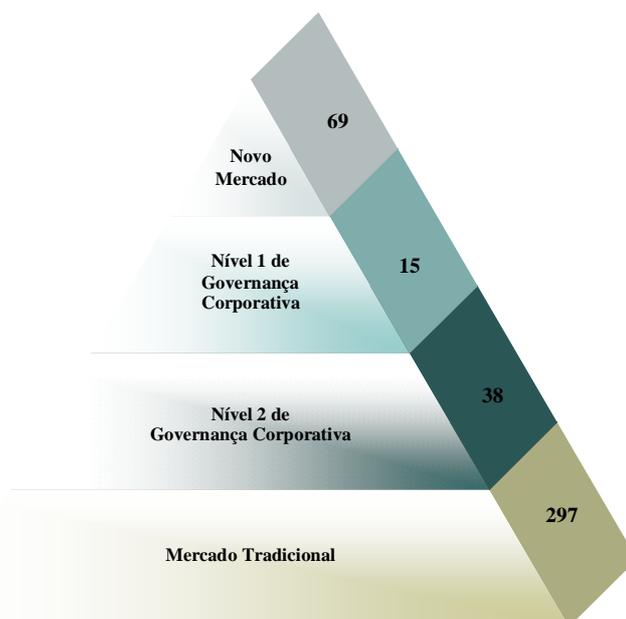


FIGURA 3 – Os segmentos da BOVESPA

FONTE: BOVESPA (2007).

O desempenho das empresas desse segmento especial de listagem pode ser aferido pela evolução do índice IGC, conforme Quadro 15. Quando lançado, em junho de 2001, apenas 12 empresas integravam esse grupo de empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa. Na época, representava pouco mais de 15% do valor de mercado. No final de 2006 e no primeiro semestre de 2007, já se aproxima dos 60% da capitalização bursátil do mercado.

Ano	IGC					IGC		
	Fechamento - pontos		Variação anual (*)			N.º Cias.	Vr. Mercado R\$ bi	% do Valor total de mercado
	Nominal	em US\$	Nominal	em US\$				
jun/01	1.017	441	+1,7	+1,5	12	68,7	15,6%	
dez/01	1.010	436	+1,0	+0,2	17	72,9	16,9%	
dez/02	1.026	291	+1,5	-33,3	28	93,2	21,3%	
dez/03	1.845	639	+79,7	+119,8	35	229,7	33,9%	
dez/04	2.545	959	+37,9	+50,1	46	345,6	38,2%	
dez/05	3.658	1.563	+43,7	+63,0	64	530,1	47,0%	
dez/06	5.169	2.418	+41,2	+54,7	91	893,1	57,8%	
jun/07	6.342	3.293	+22,6	+36,2	117	1.137,6	57,7%	

QUADRO 15 – Evolução do índice IGC

FONTE: BOVESPA (2007).

NOTA: (*) Com exceção para junho/01, que é a variação mensal, e para junho/07, que é a variação semestral.

2.10 A Firma

A teoria da firma ou, de forma mais abrangente, das organizações, tem sido um dos assuntos mais importantes e de rápido crescimento na economia contemporânea, segundo

Foss, 1997 (apud ROZO, 2003, p. 29). No entanto, apesar da importância das firmas como “motores propulsores do crescimento das modernas economias capitalistas”, ainda não existe uma teoria bem desenvolvida e aceita sobre a firma, argumenta Hart, 1996, p. 199, (apud SILVEIRA, 2004, p. 34).

No sentido de resgatar a importância do tema, importantes teorias foram desenvolvidas ao longo do século XX por estudiosos, como Knight (1921), Coase (1937) Alchian e Demsetz (1972), Williamson (1975), Jensen e Meckling (1976), segundo Silveira (2004, p. 34). Rozo (2003, p. 33) acrescenta ainda outros trabalhos de Williamson e de Demsetz, além de Fama (1980, 1983a, 1983b) e Fama e Jensen (1985), todos visando incorporar características do mundo real em uma nova teoria da firma.

Entretanto, para Hart, 1996, p. 199 (apud SILVEIRA, 2004, p. 34), esses estudos, que no contexto da nova economia institucional assumem a firma como umnexo de contratos, não têm conseguido avanços. A falta de precisão e rigor desses modelos não tem permitido que sejam aceitos como a corrente teórica principal pela comunidade científica, permanecendo a teoria neoclássica, com seu modelo extremamente simples da empresa, como a corrente teórica central da economia.

Já Tigre, 1998, p. 67 (apud TAVARES FILHO, 2006, p. 17), observa que os resultados dos esforços da teoria econômica não resultaram em um quadro analítico convergente, já que persistem controvérsias importantes acerca do papel das diferentes forças que influenciam o crescimento e os objetivos da firma.

A origem dos desencontros deriva de importantes diferenças conceituais, metodológicas e ideológicas entre as principais correntes que estudam a firma, fato que poderia ser elucidado com o aumento de pesquisas empíricas sobre o funcionamento da firma ao longo da história, uma vez que tal recurso ainda é pouco explorado (TIGRE, 1998, p. 67).

2.10.1 A Firma na teoria econômica neoclássica

A teoria neoclássica, apesar do seu formalismo e rigor na construção dos modelos, ainda retrata as empresas de maneira rudimentar, informa Hart, 1996, p. 199 (apud SILVEIRA, 2004, p. 34). Segundo Rozo (2003, p. 29), a firma, na teoria neoclássica, é tratada “de forma hermética, não há preocupação, por exemplo, sobre o porquê de sua existência, suas fronteiras em relação ao mercado e suas formas de organização interna”.

Já a teoria da firma, concebida por Alfred Marshal (1842-1924), que considerava a maximização de lucros como o objetivo principal das empresas, era na verdade uma análise

sobre a determinação dos preços, sendo mais bem caracterizada como uma teoria de mercado, segundo Hunt (1981, p. 321). Deixava de levar em consideração outras partes interessadas além de acionistas majoritários, minoritários e gestores, acrescenta Rozo (2003, p. 12).

Para Ferguson (1994, p. 274), a teoria neoclássica trata a firma sob as premissas de um mercado aberto, sem intervenção externa (por exemplo, governamental), com finalidade de maximização de lucro pelos empresários. Já para Roe (apud KLEIN, 1999), a firma era tratada como uma coleção de máquinas, tecnologia, criatividade, trabalhadores e capital que, ao ser colocada numa caixa preta, era simplesmente mexida para obter produtos e lucro (ROZO, 2003, p. 40).

2.10.2 A teoria contratual da Firma

A visão contratual da firma tem sua origem na chamada Nova Economia Institucional (NEI), que é uma iniciativa interdisciplinar que combina economia, direito, teoria organizacional, ciência política, sociologia e antropologia para entender as instituições sociais, políticas e comerciais. No entanto, com foco na economia, seu propósito é explicar o que são instituições, como elas surgem, a que propósitos servem, segundo Klein, 1999 (apud ROZO, 2003, p. 31).

Para a NEI, a operação e a eficiência de um sistema econômico são limitadas pelo conjunto de instituições que regulam o jogo econômico. Assim, as instituições, que podem ser formais (constituições, leis, direitos de propriedade, etc.) ou informais (sanções, tabus, costumes, etc.), condicionariam o funcionamento do sistema econômico.

A firma, na nova economia institucional, a partir de Coase (1937) encontra significado para sua existência, ou seja, ela, individualmente considerada, existe porque é mais eficiente, na alocação de recursos do sistema econômico, do que uma única e grande “firma”. Nessa perspectiva, segundo Williamson, a firma, existindo para reduzir custos de transação entre seus diversos contratantes, pode ser vista como uma instituição de estrutura de governança com a finalidade de tornar eficiente o mecanismo de preços (mercado).

No entanto, segundo Okimura (2003, p. 14), formalmente, a concepção da firma como um nexos de contatos é atribuída originalmente a Alchian e Demsetz (1972), sendo posteriormente desenvolvida e aprimorada, sob a teoria da agência, por Jensen e Meckling (1976, p. 313), quando definiram as relações contratuais como a essência de uma empresa.

É, portanto, na definição da firma como um emaranhado de contratos que as teorias, dos custos de transação e da agência, buscam suporte na nova economia institucional da

década de 1930, derivando daí, mas somente a partir da década de 1980, a origem dos estudos sobre governança corporativa. Esta, na presente pesquisa, além das variáveis macroeconômicas, é assumida como variável explicativa do mercado de capitais brasileiro.

Além de Williamson (1971), Alchian e Demsetz (1972) também ofereceram grande contribuição à teoria da firma. Os autores destacam a superioridade do desempenho coletivo em contraste com a soma dos desempenhos individuais, ao afirmar que o resultado do trabalho de duas pessoas, por exemplo, é superior à soma dos trabalhos individuais. Por outro lado, o trabalho em grupo criaria dificuldades de mensuração da contribuição e da recompensa a que cada indivíduo estaria submetido. Nesse contexto, surge a oportunidade para o que o autor chama de *shirk* (esforçar-se menos) durante a realização de trabalho coletivo, abrindo espaço para a necessidade de monitoramento da equipe (apud ROZO, 2003, p. 35-36).

Entretanto, o trabalho de Coase (1937) foi o divisor de águas entre a economia neoclássica e a nova economia institucional. Antes, a firma, com base na visão neoclássica, era totalmente indiferente ao ambiente institucional, com exceção aos preços, estes como o grande regulador do mercado na alocação dos recursos. Os consumidores, por serem racionais, eram capazes de decidir, sem dificuldades, sobre os bens ofertados. O mercado ou o *auctioneer* Marshalliano, como o grande mágico, era capaz de regular a oferta e a demanda a custo zero, depois de qualquer desequilíbrio no sistema de preços.

Já para Tigre (1998, p. 85-86), a onipotência atribuída ao mercado pela teoria neoclássica fez surgir novas abordagens sobre a teoria da firma, como as de Marx e de Schumpeter, que vêem a firma como espaço de produção, lugar de criação de riqueza e inovação. Nesse aspecto, três concepções podem ser identificadas, segundo Coriat e Weinstein (1995): 1) a firma como organização; 2) a firma como instituição; e 3) a firma sob a existência de custos de transação.

Como organização, a firma é vista como uma ação coordenada entre indivíduos e grupos com o objetivo de assegurar a sua sobrevivência e a de seus membros. Houve, assim, a necessidade de conversão do conflito em cooperação, a mobilização de recursos e a coordenação de esforços entre todos os participantes.

A firma como instituição vai além da visão organizacional e incorpora a dimensão social (sistema político, social e jurídico no qual ela se insere, que limita seu poder de transformação), ao incluir sistemas de propriedade, relações com bancos, condições de produção e de mercado.

E, por último, a firma no ambiente de custos de transação traz novas questões sobre a sua natureza, passando a ser considerada como uma forma particular de organização econômica, ou seja, um arranjo alternativo ao mercado. Nessa perspectiva, Williamson (1988, p. 569) considera a firma como uma estrutura de governança, pois ela serviria como um mecanismo de minimização dos custos de transação.

Sobre essa última concepção, Martins, 2000, p. 14 (apud TAVARES FILHO, 2006, p. 19), pondera que:

a teoria da firma considera a organização econômica (orientada para o mercado) um arranjo contratual, no qual investidores, essencialmente detentores de direito de propriedade, figuram como contratantes e empregados e gestores como contratados.

A idéia de que a firma existe para reduzir custos de transação surgiu com o trabalho de Coase (1937), que a inseriu no contexto da nova economia institucional, ao considerar o mecanismo de preços como condição da existência das empresas. Afirmava o autor que as empresas existem porque conseguem operar com menores custos *vis a vis* ao mercado, caso contrário o mecanismo de preços prevaleceria.

Desse modo, as instituições, ao permitir a realização de contratos e reduzir as incertezas de seus cumprimentos, influenciam o comportamento e a interação entre as pessoas, sendo fundamentais para a atividade econômica de um país, com forte influência sobre o desenvolvimento dos mercados, especialmente o mercado de capitais e de crédito (ROZO, 2003, p. 31-32).

Como se observa, o ambiente institucional adquire grande importância na nova economia institucional, tendo o papel de reduzir a incerteza nas relações contratuais, provendo uma estrutura para a vida do dia-a-dia. A garantia dos direitos de propriedade como condição para o desenvolvimento econômico, por exemplo, tem sido utilizada como explicação pela corrente Ambiente Institucional, que reconhece um *trade-off* entre especialização e custos de transação. Os benefícios provenientes de uma crescente especialização seriam compensados pelo aumento dos custos de transação, decorrente de uma maior dependência entre as partes. Assim, conforme a complexidade do mundo em que se insere uma transação, diferente será o ambiente institucional adequado para viabilizar essa transação.

Desse modo, governança corporativa, tema que se tornou relevante somente a partir da década de 1980, inicialmente nos Estados Unidos, tem o seu sustentáculo no ambiente institucional em que as empresas estão inseridas. Supõe-se, portanto, que ela tenha importante influência sobre o mercado de capitais.

Focalizando certos aspectos, mas sempre sob um emaranhado de contratos, diversos autores têm apresentado definições sobre a firma. Por exemplo, Monks e Minow, 2001 (apud ROTTA, 2004, p. 13), concebem a corporação como um mecanismo estabelecido que permite às diferentes partes que constituem o nexo de contratos a contribuírem com o seu capital, competência e trabalho, visando maximizar suas respectivas utilidades.

Brickley *et al.* (2001), por outro lado, caracterizam corporação em três abordagens, mas todas com o mesmo grau de importância: alocação dos direitos de decisão dentro da firma; políticas de incentivos direcionados aos empregados; e correta avaliação de performance.

A firma, para Jensen e Meckling (1976), é vista como um nexo de contratos, apesar de reconhecê-la como uma “ficção legal”, sem nenhuma identificação com os interesses individuais de qualquer pessoa dentro da empresa. Para os autores, as relações contratuais seriam a essência de uma empresa, e os contratos serviriam apenas para que os objetivos conflitantes entre ela e as respectivas partes pudessem ser levadas a um equilíbrio. Para Jensen, 2001, p. 1 (apud SILVEIRA, 2004, p. 33), a visão contratual baseia-se na idéia de que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital.

Salin (2002) afirma que fatos e experiência provaram que a firma se mostra como o mais eficiente nexo de contratos, pois organiza melhor o processo produtivo e distribui melhor o risco.

No tocante à alocação dos recursos, Coase (1937) assevera que, internamente, em termos de estrutura, prevalece a hierarquia. No entanto, ao interagir com o meio externo, quem rege as transações é o mecanismo de preços. Assim, dentro da firma, a alocação dos recursos não dependeria do mecanismo de preços, mas da coordenação.

Para Rotta (2004, p. 16), os objetivos não são traçados pela firma, mas pelas partes que a compõem, por meio de um nexo de contratos. O autor cita Brickley *et al.* (2001), que lembram que a arquitetura organizacional é uma estrutura, planejada e criada por executivos por intermédio de contratos implícitos e explícitos, em que destacam os direitos de decisão, os incentivos e o sistema de avaliação.

Assim, a firma se estabelece seguindo a concordância geral aos respectivos contratos, em que trabalhadores se dispõem a vender seus serviços ao proprietário que, por sua vez, compromete-se a pagar seus salários, além de vender para o mercado o que é produzido. Como, em caso de fracasso, quem arca com os prejuízos é o dono da empresa, é de se supor que os contratos devam oferecer-lhe algum nível de proteção adicional. Ou seja, o contrato

protege todas as partes envolvidas, exceção feita ao proprietário, que aceita o pagamento residual, razão pela qual lhe é assegurado o controle da empresa e algum nível de proteção.

Conforme exposto, a partir da nova economia institucional, aquela visão da firma como mero depositário da atividade tecnológica de transformação do produto não mais existe, passando a ser concebida agora como um emaranhado de contratos. E as duas correntes teóricas principais que assumem a firma como umnexo de contratos é a da teoria da agência e a teoria dos custos de transação, consideradas os pilares teóricos da governança corporativa que, no presente estudo, além das variáveis macroeconômicas, são assumidas como as variáveis explicativas do mercado de capitais nacional. Abordam-se ambas as teorias nos próximos tópicos.

2.11 Teoria dos Custos de Transação ou Economia dos Custos de Transação (ECT)

O conceito de custo de transação foi introduzido por Coase (1937), para explicar por que a firma existe. Segundo o autor, a empresa somente irá ao mercado se este, como mecanismo de preços, for menor, o que justificaria a existência da firma somente quando os custos no interior dela fossem menores. Assim, outros custos deveriam existir, além dos de produção, e a firma teria a função de minimizá-los, chamados de custos de transação.

Williamson (1987, p. 15), mais tarde, expandiu a idéia de custos de transação, denominando-os de custos de transações econômicas. Eles incluiriam os custos de mal-adaptação, custos de barganha, custos de organização e ativação e custos de fiança, conforme Roza (2003, p. 33). Nessa perspectiva, o objetivo da nova economia institucional, às vezes denominada de ECT, é estudar o custo das transações como o responsável pelos modos alternativos de organização da produção (governança), sob um mesmo ambiente institucional.

Para Williamson (1993, p. 3), o ambiente institucional em que a firma opera, na visão neoclássica, teria um enfoque meramente descritivo, historicamente específico e não cumulativo. Para ele, a pressuposição de custo de transação igual a zero seria uma ficção. Segundo o autor, os arranjos institucionais de governança são uma resposta minimizadora de ambos os custos, os de transação e os de produção. Assim, as organizações, ao se estruturarem, levam em conta não só os custos associados às transações internas, de produção, mas também os custos burocráticos, de transação. Ele compara ambos com os custos de realização da mesma operação via mercado.

Williamson (1993) define custo de transação como:

os custos *ex ante* de preparar, negociar e salvaguardar um acordo bem como os custos *ex post* dos ajustamentos e adaptações que resultam, quando a execução de um contrato é afetada por falhas, erros, omissões e alterações inesperadas. Em suma, são os custos de conduzir o sistema econômico.

A proposição de Coase (1937) só foi possível ser testada empiricamente com o desenvolvimento da Economia dos Custos de Transação. Para que isso fosse possível, Williamson (1987) adiciona um outro elemento, o indivíduo, para fazer interação com os outros dois, ambiente institucional e estrutura de governança, conhecido como o Esquema dos Três Níveis.

Para tanto, o autor especifica variáveis, tanto para o indivíduo como para a transação, esta assumida como a unidade de análise fundamental pela teoria, para determinar quando os custos de transação serão menores no mecanismo de preços (mercado) ou na firma, criando condições para surgimento/manutenção da firma ou o uso do mecanismo de preços (ROZO, 2003, p. 33). Nessa perspectiva, “A ECT estuda como parceiros em uma transação protegem-se dos riscos associados às relações de troca”, afirmam Klein e Shelanski, 1994, p. 2 (apud ZYLBERSZTAJN, 1995).

Assim, a busca de redução de riscos no relacionamento entre os agentes significa um menor custo de transação, representando um elemento de eficiência na concorrência entre as empresas. Nesse contexto, a governança corporativa, variável explicativa assumida para o mercado de capitais na presente investigação, torna-se um atributo que pode trazer vantagens competitivas às organizações,

2.11.1 Pressupostos fundamentais da ECT

A consideração do indivíduo, sob o arcabouço teórico da NEI, assume dois pressupostos comportamentais: ele é racional, mas de modo limitado, e age de forma oportunista. Esses pressupostos são as condições necessárias para a ocorrência dos custos de transação.

A existência dos custos de transação pressupõe dois comportamentos dos agentes econômicos: a racionalidade limitada e o oportunismo. Por um lado, como possuem racionalidade limitada, os contratos não serão completos, pois os agentes não serão capazes de prever e processar todas as contingências futuras, deixando de considerar alguns elementos *ex ante*. Por outro, o comportamento oportunista dos agentes leva-os a atitudes aéticas. Assim,

para reduzir o efeito dessas contingências, os agentes estabelecem formas de proteção, incorrendo nos chamados custos de transação.

Williamson (1985) classifica a racionalidade em três níveis: racionalidade forte, racionalidade limitada ou semiforte e racionalidade orgânica ou racionalidade fraca. O primeiro, de origem no pensamento econômico ortodoxo, e o último, que assume que a capacidade racional dos indivíduos não é suficiente para direcionar a escolha de um quadro institucional com a finalidade de amenizar problemas contratuais *ex post*. Já a racionalidade limitada, juntamente com o pressuposto do oportunismo, é a base de sustentação da ECT.

Quanto ao oportunismo, Williamson (1985, p. 47) diferencia em três níveis: auto-interesse forte, decorrente da incompletude dos contratos; auto-interesse semiforte, em que os termos acordados, tanto antes quanto durante a execução, seriam respeitados (teoria neoclássica); auto-interesse fraco: obediência (inexistência de auto-interesse). Temporalmente, o oportunismo pode ser *ex ante*, quando uma parte age aeticamente antes de efetivar a transação, e *ex post*, quando o comportamento aético se verifica durante a vigência do contrato. A Economia da Informação distingue essas duas espécies de oportunismo como seleção adversa (*ex ante*) e *moral hazard* (*ex post*). A ECT fundamenta-se no auto-interesse forte.

Assim, os agentes, por serem limitados racionalmente, agem no presente de forma a conceber instituições que amenizarão os problemas de adaptação contratuais no futuro. Segundo Williamson (1985), a estrutura de governança é modelada para impedir a conduta oportunista por alguma das partes envolvidas nessa transação específica.

Além dos pressupostos comportamentais assumidos para o indivíduo, Williamson (1987) especifica atributos ou variáveis também para a transação, com o objetivo de determinar quando o mercado (mecanismo de preços) ou a firma funcionariam com menores custos (de transação).

2.11.2 Características da transação

Uma vez reconhecida a existência dos custos para se relacionar com outros agentes econômicos, a transação passa ser a unidade de análise fundamental para compreender as diferentes estruturas de governança adotadas pela firma. Assim, torna-se importante conhecer os atributos de uma transação, já que estes podem ser mensurados empiricamente.

Zylbersztajn (1995) argumenta que, ao tomar por base a teoria de contratos relacionais de Macneil, a ECT, conforme proposta de Williamson (1985), concebe três dimensões para as transações: especificidade de ativos, frequência e incerteza.

Os ativos específicos, por não serem reempregáveis a não ser com perdas de valor, tornam-se mais arriscados em face da dependência por eles criada. Quanto maior a especificidade, maiores serão os riscos e os problemas de adaptação e, portanto, maiores os custos de transação. Nesses ativos, abre-se espaço para ações oportunísticas por parte dos agentes. A impossibilidade de utilização alternativa do ativo específico gera, para um dos agentes, uma quase-renda.

A segunda característica, a frequência, é um dos elementos relevantes para a escolha de uma estrutura de governança adequada a esse tipo de transação. Apesar de existirem transações com um único ponto no tempo, a maioria delas é recorrente, o que faz com que se construam mecanismos de governo dessas transações, incorrendo em custos.

Segundo Farina (1997), a repetição de uma transação possibilita também 1) que as partes adquiram conhecimento uma das outras – o que reduz a incerteza; 2) que se construa uma reputação em torno de uma marca – o que cria um ativo específico; e, mais importante, 3) que se crie, em alguns casos, um compromisso confiável entre as partes em torno do objetivo comum de continuidade da relação.

A incerteza é a última característica da transação. Para North (1990), a incerteza corresponde efetivamente ao desconhecimento dos possíveis eventos futuros. Há incerteza também, segundo Milgrom e Roberts, 1992 (apud FARINA, 1997), quando informações relevantes ao contrato são assimétricas e incompletas. Para tentar se proteger dessa possibilidade, os agentes econômicos incorrem em custos.

Rozo (2003, p. 34) acrescenta ainda que a incerteza, por tratar-se de previsão de acontecimentos futuros, causa problemas, em parte devido à racionalidade limitada dos indivíduos, impedindo-os de prever o futuro, e em parte devido à assimetria da informação, que impede o conhecimento da situação de ambas as partes.

Antes de tratar da assimetria informacional, contudo, é abordada a teoria da agência que, da mesma forma que a teoria dos custos de transação, utiliza-a em seus pressupostos como a fonte principal dos contratos incompletos, além de assumir como base dos estudos de governança corporativa que, no presente estudo, além das variáveis macroeconômicas, é assumida como variável explicativa do mercado de capitais brasileiro.

2.12 Teoria 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), 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.

A teoria de agência aborda os problemas resultantes dos conflitos de interesses que surgem numa relação contratual, podendo ser expressa ou informal, quando as partes envolvidas possuem informação assimétrica ou há presença de incerteza. À semelhança da teoria dos custos de transação, a teoria da agência destaca a existência do mercado e dos mecanismos institucionais capazes de completar ou reduzir aqueles problemas contratuais (ROZO, 2003, p. 23).

A teoria da agência, assim como a teoria dos custos de transação, assume a firma como um nexo de contratos, portanto ambas com origem na nova economia institucional. No entanto, a teoria de agência, no nexo contratual, é de caráter mais estrito, tendo como objeto de estudo apenas a relação de principal e agente.

Entretanto, a relação principal-agente não aparece exclusivamente na firma, lembra Rozo (2003, p. 41). Pode aparecer, por exemplo, quando se nomeia uma pessoa como procurador ou elege-se um representante político. Na firma, no entanto, há contratos, por exemplo, com fornecedores, clientes e até mesmo com a sociedade, que não caracterizam uma relação principal-agente, mas apenas aqueles contratos cujas partes relacionadas são os proprietários e os gestores executivos. No interior da firma, podem existir contratos, informais ou formalizados em instrumentos de avaliação de desempenho, entre os gestores de diferentes níveis.

2.12.1 Conflito de agência

O conflito de agência surge da relação entre o agente e o principal. Diz-se que há uma relação de agência quando as ações de uma pessoa, derivadas de uma relação contratual explícita ou implícita, afetam seu próprio bem-estar e o bem-estar de outra. A pessoa que se responsabiliza pelas ações é o agente e a pessoa cujo bem estar é afetado é chamada de principal. A relação entre empregado e empregador, este representando o principal e aquele o agente, exemplifica essa situação (ROZO, 2003, p. 23).

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam uma outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em seu nome, envolvendo a delegação de algum poder de decisão ao agente”. Acrescentam os autores que, se ambas as partes são maximizadores de utilidade, existe razão suficiente para supor que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.

Observaram Berle e Means (1932) que a propriedade, agora diluída entre milhares de proprietários, e a gestão, delegada a gerentes executivos, potencialmente levaria a uma situação de conflito. Como os acionistas têm como principal interesse a maximização do empreendimento e os gestores têm outros interesses pessoais, a relação entre ambos tem tudo para ser marcada por conflitos.

Afirmam Hendriksen e Van Breda (1999, p. 139) que, ao agente cabem as ações, enquanto a função utilidade que importa, em última instância, é a do principal. Essa situação se torna complexa quando surge a necessidade de considerar a função utilidade do agente, pois é o que determina suas ações.

Fruto dessa relação entre gestão e propriedade, surge o que Rozo (2003, p. 5) denomina como o “primeiro conflito de Governança Corporativa”. No entanto, ressalta Grava (2004, p. 24), quando o controle acionário se concentra, um novo conflito de agência aparece. Com o surgimento da figura do controlador, uma nova relação de agência é criada, situação em que o acionista controlador passa a ser agente do minoritário. Rozo (2003, p. 9) chama esse conflito potencial entre acionistas minoritários e acionistas controladores de o “segundo conflito de Governança Corporativa”, em que os primeiros podem ser expropriados pelos últimos. Nessa perspectiva, Andrade e Rossetti (2006, p. 130) afirmam que a causa primária, tanto do primeiro conflito de governança corporativa como do segundo conflito, é a propriedade que, no caso do primeiro, é a dispersão, e no do segundo, a concentração.

As posturas dos gestores, quando deixam a desejar em suas atividades, como decisões agressivas sem avaliação do risco envolvido, ignorando controles internos, quando acumulam privilégios abusivos, como pagamentos de preços inflacionados em detrimento dos interesses dos acionistas, e quando se entrincheiram, como resistência à ameaça de *takeovers*, são formas de manifestação do problema da separação propriedade-gestão, informa Tirole, 2001 (apud BOHREN; ODEGAARD, 2001, p. 4).

As causas para a existência do conflito de interesses entre o agente e o principal são destacadas por Lambert (2001). Segundo o autor, (apud LANZANA, 2004, p. 40), estariam entre as razões típicas:

1. aversão ao esforço por parte do agente;
2. o agente pode desviar recursos para seu consumo pessoal;
3. horizontes de tempo diferentes (o agente pode não estar tão preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia);
4. diferente nível de aversão ao risco por parte do agente.

A maioria das evidências de que administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas vem dos estudos de eventos extensivamente realizados na literatura de finanças, segundo Shleifer e Vishny, 1997 (apud OKIMURA, 2003, p. 19-20). As 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.

O potencial conflito agente-principal pode ser atenuado por meio de mecanismos de incentivo e monitoramento, numa abordagem *ex ante* dos conflitos, e (ou) mediante arranjos desenvolvidos pelo ambiente institucional, numa abordagem *ex post* dos conflitos (ROZO, 2003, p. 52).

Nessa relação, há sempre a presença de um principal e de um agente, com problemas de informação assimétrica, cuja conseqüência são contratos incompletos (ROZO, 2003, p. 41). Ressalte-se que a relação entre gestores e demais credores não constitui um problema principal-agente, mas uma relação contratual sujeita às imperfeições decorrentes do caráter incompleto dos contratos, da existência de informação assimétrica e de todas as implicações derivadas dos custos de transações econômicas apregoadas por Williamson (ROZO, 2003, p. 18).

2.12.2 Custos de agência

O desalinhamento de interesses entre principal e agente, devido às utilidades pessoais nem sempre serem coincidentes, 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 (1976, p. 307), 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.

Destaca Silveira (2004, p. 32) que os custos de agência “perdas residuais” se manifestam por meio de decisões, tomadas pelos gestores, não maximizadoras da riqueza dos acionistas.

Já na concentração de propriedade, quando o problema de agência é entre o acionista controlador e o minoritário, também haverá custos a serem compartilhados. Como os grandes acionistas podem contornar o problema de agência, porque possuem poderes suficientes para que seus interesses sejam respeitados, mesmo assim incorrerá em custos, como, por exemplo, o risco excessivo assumido, pelos grandes acionistas, pela não diversificação, ressaltam Demsetz e Lehn, 1985 (apud SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 758). Lanzana (2004, p. 47) conclui que, de forma geral, os custos potenciais de se ter grandes acionistas são a expropriação direta sobre outros investidores, gerentes e empregados, além da expropriação pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor.

2.13 Assimetria informacional e contratos incompletos

Quando duas partes, com interesses distintos, possuem informações diferentes numa relação contratual, sobre determinado objeto, diz-se que não há simetria em seu conteúdo, ou seja, a informação disponibilizada por uma delas é assimétrica. Quando nem todos os estados, na informação incompleta, são conhecidos por ambas as partes e, assim, certas consequências

não são por elas consideradas, a função utilidade pode ser desvirtuada, asseguram Hendriksen e Van Breda (1999, p. 140). Essa possibilidade leva as partes contratantes a um estado de incerteza.

Assim, sob a teoria da agência, a função utilidade do agente em desalinho com a função utilidade do principal é uma das principais fontes de informação assimétrica, cuja consequência são contratos incompletos. O ideal seria que gestores assinassem um contrato completo, especificando exatamente como deveriam agir a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. Como muitas dessas contingências são difíceis ou impossíveis de ser descritas e previstas, Lanzana (2004, p. 41) afirma que “os contratos completos são tecnologicamente inviáveis”. Nesse contexto, segundo Jensen (2001, p. 33) “é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”.

Já na teoria dos custos de transação, a informação assimétrica se origina essencialmente dos pressupostos comportamentais assumidos para o indivíduo, a racionalidade limitada e o oportunismo. Como os indivíduos são cognitivamente limitados, incapazes de prever todas as situações possíveis, além de agirem oportunisticamente, Simon, 1985, p. 3 (apud WILLIAMSON, 2002, p. 5) expõe que “todos os contratos são inevitavelmente incompletos”, o que exige das partes a necessidade de adaptações a eventos não previstos, derivados de lacunas, erros e omissões.

Observa-se que ambas as teorias, a da agência com foco na relação principal-agente e a dos custos de transação voltada para as transações, são orientadas a contratos incompletos, o que poderia lhes dar feição de complementares. Entretanto, segundo Williamson (1988, p. 570), a teoria da agência trata de contratos de incentivos e realinhamento numa perspectiva *ex ante*, buscando alinhar os interesses do agente com os do principal. Já a teoria dos custos de transação preocupa-se com a elaboração *ex post* de estruturas de governança, visando adaptar a imperfeição dos ativos ou a especificidade dos ativos às transações.

2.13.1 Risco moral e seleção adversa

Tanto a possibilidade de desvirtuamento da função utilidade pelo agente, destacada por Hendriksen e Van Breda (1999, p. 140), como o oportunismo esperado do indivíduo, leva os contratantes a um estado de incerteza. Sob a ótica das relações contratuais entre as partes, esse estado de incerteza cria dificuldades que são manifestadas como risco moral (*moral hazard or hidden actions*) e seleção adversa (*adverse selection or hidden information*).

Visto temporalmente, o oportunismo pode ser classificado em *ex ante*, quando uma parte age aeticamente antes de efetivar a transação, e *ex post*, quando o comportamento aético se verifica durante a vigência do contrato. A Economia da Informação distingue essas duas espécies de oportunismo como seleção adversa (*ex ante*) e risco moral (*ex post*), destaca Farina (1997).

O problema de seleção adversa ocorre quando o agente possui mais informação do que o principal antes de o relacionamento começar (antes do contrato), isto é, uma das partes não pode observar o tipo ou a qualidade dos ativos da outra, existe uma informação oculta. Nessa perspectiva, Schmidt *et al.* (2005) definem informação assimétrica como a diferença de informação, existente em uma relação contratual, entre o agente e o principal, em razão de uma parte possuir mais informação do que a outra. O problema da seleção adversa, ou seja, a escolha em situação de desvantagem, é abordado por Akerlof (1970) em informação assimétrica.

Já o risco moral surge quando o principal não pode observar as ações do agente após o contrato, existe uma ação oculta, isto é, a ação do agente não é verificável. Por exemplo, após a contratação de um seguro, o indivíduo pode vir a ter seu comportamento alterado de forma a influenciar a probabilidade ou magnitude do evento que é fato gerador do pagamento. A assimetria de informação advém do fato de que, uma vez assinado o contrato, o principal não pode observar as ações do agente ou, no mínimo, o principal não pode determinar se poderiam ser dispendiosas ou até mesmo inesperadas.

2.13.2 Arranjos institucionais

Os agentes, por serem limitados racionalmente ou porque não dispõem de elementos capazes de monitorar e acompanhar o comportamento um do outro, agem no presente de forma a conceber instituições que venham a amenizar os problemas de adaptação contratuais no futuro.

Assim, a informação assimétrica gera a necessidade, pelas partes envolvidas na relação contratual, de estabelecimento dos mais variados arranjos institucionais, tendo por objetivo, por exemplo, o envio de sinais ao mercado, afirma Spence (1973). Alguns exemplos são citados por Roza (2003, p. 22), como os das empresas automobilísticas que oferecem garantias para peças e serviços de automóveis novos; da escolha, pelos acionistas, de um conselho de administração para monitorar o comportamento dos administradores; da contratação, pela companhia, de empresas de auditorias mais caras e renomadas; da

preocupação com o balanço social e, até mesmo, da adesão às chamadas boas práticas de Governança Corporativa. Williamson (1985) acrescenta ainda que a estrutura de governança é modelada para impedir a conduta oportunista por alguma das partes envolvidas na transação.

Uma opção comumente utilizada para eliminar ou reduzir a assimetria informacional é a contratação de auditoria para fiscalizar a administração, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 140). Contribuiriam para o alcance desse objetivo, segundo os autores, a criação de incentivos para a administração, de forma que suas preferências fiquem alinhadas às dos proprietários.

Uma outra alternativa para contornar o problema da informação assimétrica caberia ao sistema de governança corporativa que, segundo Tavares Filho (2006, p. 44), reduziria a assimetria existente entre aqueles que participam, direta ou indiretamente, da gestão e os que têm algum interesse econômico-financeiro na companhia. Ribeiro Neto e Famá (2003, p. 3) corroboram essa afirmação quando argumentam que:

[...] os mecanismos de governança visam a diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.

Nessa perspectiva, a governança corporativa, neste estudo assumida como variável explicativa do mercado de capitais, originar-se-ia do ambiente institucional em que as empresas estão inseridas. Assim, o aumento de empresas nos segmentos especiais de listagem da BOVESPA deve trazer impactos positivos para o mercado de capitais. Além da governança corporativa, assume-se neste trabalho que outras variáveis macroeconômicas também possam influenciar o comportamento do mercado de capitais.

2.13.3 Assimetria no mercado de capitais

É no mercado de capitais que a assimetria informacional, seja oriunda da teoria da agência, devido aos diferentes interesses entre o agente e o principal, ou da teoria dos custos de transação, derivada da racionalidade limitada e do oportunismo dos agentes, mais se manifesta.

Lanzana (2004, p. 16-19) cita alguns autores que pesquisaram a informação assimétrica no mercado de capitais. Healy e Palepu (2001, p. 407) antevêm dois problemas na questão da assimetria informacional. O primeiro, segundo os autores, surge quando os empreendedores, que necessitam de recursos para financiamento de seus projetos, detêm melhores informações do que os poupadores a respeito das oportunidades de negócio da

empresa e, portanto, possuem incentivos no sentido de superestimar o valor dela. O segundo aparece quando, após o investimento na empresa, os empreendedores se sentem estimulados a expropriar a riqueza dos poupadores, criando o chamado problema de agência.

Healy e Palepu (2001) abordam também a questão da alocação de recursos. Segundo eles, a diferença de informação entre investidores e empreendedores pode fazer com que a alocação de recursos em uma economia não ocorra de forma eficiente e, para isso, dão como exemplo uma situação em que metade das idéias de negócios são “boas” e a outra metade “ruins” em uma dada economia. Como são racionais, tanto empreendedores como investidores avaliam o investimento com base na informação disponível. Se os investidores não conseguem distinguir entre os dois tipos de idéias, empreendedores com idéias “ruins” alegarão que suas idéias valem tanto quanto as “boas”. Ao perceber essa possibilidade, os investidores avaliarão ambos os tipos de idéias por um nível médio. Por isso, se a assimetria informacional ou o problema dos “limões” não é resolvido, o mercado de capitais, racionalmente, tenderá a subestimar o valor de idéias boas e superestimar o valor de algumas idéias ruins, em relação à disponibilidade de informação detida pelos empreendedores.

No âmbito empresarial, a assimetria de informação surge quando a companhia possui informação relevante em termos de valor, ainda não divulgada ao público, mas que pode ser obtida de forma privada por alguns investidores. Até que essa informação esteja disponível ou incorporada ao preço das ações, cria-se o problema da seleção adversa, o que impõe risco informacional aos participantes de mercado não informados. Como o lucro do investidor informado resulta da perda do investidor não-informado, este tende a se proteger contra o risco informacional, exigindo maiores retornos *ex ante*. Nesse aspecto, ao permitir essa transferência de riqueza entre os investidores no mercado secundário, a assimetria informacional provocaria um aumento, *ex ante*, no custo de capital da empresa, no momento da emissão de ações ou títulos de dívida no mercado primário (BROWN; FINN; HILLEGEIST, 2001).

A questão da diferença na composição da informação entre informação pública e informação privada foi investigada por Easley e O'Hara (2003). Os autores, tendo por base um modelo de expectativas racionais, afirmam que essa diferença afeta o custo de capital da companhia, já que os investidores exigiriam maiores retornos para investir em ações com menor nível de informação pública. Para os autores, o maior retorno exigido é baseado na melhor condição, dos investidores informados, em alterar o peso da ação na sua carteira a fim de incorporar uma nova informação, o que faz com que os investidores não-informados, em desvantagem, aumentem seu risco. Esse fato resultaria em investidores não-informados

detendo muitas ações com más notícias e poucas ações com boas notícias. Para tais investidores, deter um maior número de ações não resolveria o problema, pois eles estariam sempre em desvantagem. Com base nesse racional, Easley e O'Hara (op. cit.) sugerem que as empresas podem influenciar seu custo de capital, ao administrar a precisão e a quantidade de informações disponíveis para os investidores, que exigiriam compensação adicional para esse risco, de certa forma, sistemático.

Para Verrecchia (2001), o problema do risco informacional assume o mercado como imperfeito, ao admitir que as atitudes e comportamentos de cada investidor são suficientes para garantir que tenha efeito no preço em que as transações ocorrem. Com esse raciocínio, os investidores teriam que pagar um prêmio para proteger o indivíduo do outro lado da transação, devido ao problema da seleção adversa inerente à troca de ativos entre agentes com grau de informação diferente. O autor considera esse prêmio como o componente de assimetria informacional presente no custo de capital. Quanto maior esse componente, menor o valor percebido pela companhia em uma oferta primária.

Para reduzir o custo em uma oferta de ações ou de dívida é de interesse da companhia reduzir a assimetria informacional, a fim de buscar a diminuição do seu custo de capital no momento da emissão. Assim, os gestores se sentiriam atraídos em prover informação voluntariamente para reduzir o problema de assimetria informacional, quando tivessem interesse em realizar uma transação no mercado de capitais com o objetivo de reduzir o custo de financiamento externo da companhia.

Healy e Palepu (2001) propõem duas alternativas para lidar com o problema da assimetria informacional. Na primeira alternativa, recomendam a otimização dos contratos entre as partes (empreendedor e investidor), o que proporciona incentivos para que o empreendedor faça o *disclosure* da informação privada, mitigando, assim, o problema da diferença de avaliação entre as partes. Na segunda alternativa, sugerem o uso da regulação, que exige que o empreendedor faça total *disclosure* da informação privada. Ressalte-se também a atuação de intermediários da informação, como analistas financeiros e agências de *rating*, que buscam produzir informação financeira privada no sentido de diminuir a superioridade de informação detida pela gerência.

A assimetria informacional é mais acentuada nos mercados em que a propriedade é mais pulverizada. Entretanto, no caso do mercado de capitais brasileiro, o nível de assimetria informacional entre proprietários e administradores seria menor. Explicam esse fato, segundo Lopes (2002, p. 90-91), o pouco número de empresas com controle acionário em bolsa e as

características de concentração, em que os proprietários teriam acesso privilegiado às informações.

A relação entre crescimento e assimetria foi analisada por Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver, 1993 (apud LANZANA, 2004, p. 28). Segundo os autores, companhias em fase de crescimento apresentam maior assimetria de informações e maiores custos de agência, o que levaria tais empresas a disponibilizar um maior nível de *disclosure* em relação às firmas com menores oportunidades de crescimento.

2.14 Governança Corporativa

A expressão Governança Corporativa ainda é muito recente na literatura acadêmica, tendo surgido a menos de vinte anos do termo Corporate Governance, segundo Zingales (1997).

Esclarece Rozo (2003, p. 42) que governança corporativa é um termo cunhado na esfera da nova economia institucional, com o propósito de designar influência, controle, direção das ações/conduitas daqueles que têm de fato o controle das companhias.

Para Carvalhal da Silva (2002), governança corporativa tem seu marco de referência no trabalho de Berle e Means (1932), quando documentaram uma mudança significativa na estrutura societária das empresas americanas, caracterizada por uma maior dispersão da base acionária. Segundo o autor, a partir dos anos 70, o enfoque contratual das relações econômicas passou a despertar interesse entre profissionais e acadêmicos.

Para Silveira (2004, p. 31), a discussão sobre governança corporativa surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada.

Okimura (2003, p. 10) relata que a questão da utilização de recursos pelos gestores, para benefício próprio, já teria sido percebida por Adam Smith, em 1776, em seu trabalho “*The wealth of nations*”, em que apontava “a negligência e esbanjamento” dos administradores na condução dos negócios de outros e não de si próprios. Segundo o autor (op. cit.), já naquela época, a preocupação de Adam Smith era com a separação entre propriedade e controle, apesar da inexistência de evidências empíricas, pois as empresas, em sua maioria, ainda eram relativamente pequenas, fechadas e com propriedade concentrada nas mãos de indivíduos ou famílias.

Para Andrade e Rossetti (2006, p. 89), as razões fundamentais para “o despertar da governança corporativa” teriam sido os conflitos de agência, tanto aqueles derivados do oportunismo de gestores em face da dispersão e da ausência dos acionistas, quanto os associáveis a estruturas de propriedade acionária que ensejam a expropriação dos direitos dos minoritários por ações oportunistas de majoritários.

Atualmente, observa Carvalho-da-Silva (2002), a governança corporativa surge para superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Com o surgimento das modernas corporações, o tema, ainda sem um nome definido, ganha importância, pois, com a separação entre controle e gestão, abriu espaço para o problema de agência entre o executivo e o acionista. Segundo Carvalho-da-Silva (2002), até o início do século passado, os conflitos de interesse e custos de agência não eram tão relevantes, pois a propriedade e o controle das grandes empresas estavam nas mãos dos mesmos indivíduos, os chamados “capitães da indústria”, entre eles, Rockefeller, Du Pont, Morgan, entre outros.

Mais tarde, com a pulverização da propriedade, o controle deixou de ser exercido pelos proprietários, sendo transferido aos gerentes. O clássico problema da teoria da agência teve sua origem nessa época. Nesse ambiente, surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular.

Desse modo, sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

2.14.1 Pilares teóricos da Governança Corporativa

O desenvolvimento da teoria de agência por Jensen e Meckling (1976), Fama (1980), Fama e Jensen (1983) e Jensen (1986) trouxe o conceito de custos de agência que, segundo Rozo (2003, p. 42), constituiria “um dos eixos de sustentação dos estudos de governança corporativa”. Nessa perspectiva, os mecanismos de governança corporativa teriam a função de minimizar os custos de agência, decorrentes da natureza incompleta dos contratos.

A nova visão contratual da firma, derivada do trabalho de Coase (1937), que, como “caixas pretas”, apenas tinham por função a alocação eficiente de recursos para maximização de lucros, trouxe o conceito de custos de transação. Segundo Rozo (2003, p. 42), o custo de transação, para uso do mecanismo de preços (mercado), constituiria “o segundo eixo de

sustentação dos estudos de governança corporativa”. Nesse contexto, os mecanismos de governança corporativa também buscariam formas de minimizar os custos de transações econômicas, em virtude da impossibilidade do estabelecimento de contratos completos.

Assim, na visão de Roza (2003, p. 42), os estudos de governança corporativa teriam dois eixos de sustentação: “o eixo dos custos de agência, oriundo da vertente de Berle e Means (1932) e o eixo dos custos de transações econômicas, oriundo da vertente de Coase (1937)”.

Aliás, a complementaridade de ambas as teorias, a da agência e a dos custos de transação, que têm por objeto a minimização de custos, sejam eles de agência ou de transações econômicas, já fora observado por Williamson (1988, p. 570). Ressalta o autor que a teoria da agência, com mecanismos de incentivos e monitoramento dos executivos, tem um foco *ex ante* dos contratos, e a teoria dos custos de transações econômicas, com uso de instrumentos institucionais para as melhores estruturas de governança das empresas, tem ênfase *ex post* dos contratos.

2.14.2 Definições de Governança Corporativa

O pouco tempo de estudo a que tem sido exposta, menos de duas décadas, ainda não tem permitido definições consensuais sobre governança corporativa. Com base nos dois eixos da governança corporativa, diversas definições têm emergido na literatura.

A visão restrita aos fornecedores de recursos para a companhia está refletida na definição de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), para quem governança corporativa é o conjunto de maneiras pelas quais os financiadores de capital da empresa garantem que obtêm para si o retorno sobre os seus investimentos.

A direção e a *performance* da companhia fizeram parte da definição de Monks e Minow (2001, p. 1), que concebem governança corporativa como o relacionamento entre os vários participantes com o objetivo de determinar o rumo e a *performance* das companhias.

Já La Porta *et al.*, 2000, p. 3 (apud LANZANA, 2004, p. 3) definem governança corporativa como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos internos (gestores/controladores).

As três definições anteriores se inserem mais no contexto da teoria de agência, numa abordagem *ex ante* entre os participantes, em contraste com as duas seguintes, que, mais abertas, já antecipam o aspecto institucional permeando o relacionamento contratual entre os diversos agentes, com mais ênfase no aspecto *ex post*.

Assim, numa visão econômica e mais abrangente, Mathielsen (2002) definiu governança corporativa como sendo o campo da economia que investiga a forma de gerenciamento mais eficiente das companhias, por meio de instrumentos de incentivo, como contratos, estrutura organizacional e legislação.

Já Denis e McConnell (2002, p. 1) explicitamente assumem o papel das instituições e dos mercados, quando definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos, tanto institucionais como de mercado, que estimulam os dirigentes da companhia, os quais realmente tomam as decisões do dia-a dia, a tomarem decisões que realmente agreguem valor para os fornecedores de capital.

Autores nacionais, como Carvalhal-da-Silva (2002), destacam a redução dos conflitos de interesse entre os agentes da companhia para diminuir o custo de capital e aumentar o valor da empresa como objetivo da governança corporativa. Para Silveira (2004), como conjunto de mecanismos, a governança corporativa tem como objetivo aumentar a probabilidade de garantir o retorno dos investimentos aos fornecedores de recursos.

Os institutos criados para dar suporte às implicações que a governança corporativa proporciona para a sociedade também têm apresentado suas definições, geralmente vistas como um sistema.

Para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), “governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas”, com uma estrutura que especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação (ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 138).

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é:

o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital.

2.14.3 Escopo da Governança Corporativa

As questões de governança corporativa só podem ser aplicadas, segundo Hart, 1995, p. 678 (apud OKIMURA, 2003, p. 17), sob duas condições: 1) existência de problemas de agência ou conflito de interesses, envolvendo membros da organização (proprietários, administradores, empregados ou clientes); 2) presença de contratos incompletos, devido à existência de custos de transação.

A inexistência de problemas de agência leva todos os indivíduos envolvidos em uma organização a maximizar os lucros ou valor e a minimizar os custos. Como os indivíduos estão preparados para seguir as instruções independentemente de quais formas e situações a companhia conduza suas atividades, não há necessidade de uma estrutura de governança para resolver os desacordos ou desarranjos entre as partes.

Os custos, excessivamente altos, de se estruturar um contrato, dada a dificuldade de se projetarem todas as eventualidades, chegar a um consenso sobre essas contingências e a fixação de uma terceira parte, como um juiz, para resolver os casos de disputa, leva as partes a assinarem contratos incompletos, com lacunas e contingências faltantes, requerendo ações e ajustes futuros.

As duas condições básicas citadas por Hart (1995) são acrescentadas por Roza (2003, p. 17), ao afirmar que o tema governança corporativa pode ser abordado sob uma ótica mais estrita, com ênfase no conflito principal-agente, passando por uma abordagem intermediária que incluiria também outros financiadores da empresa, até uma concepção mais ampla que incorporaria todos os que possuem algum interesse na empresa (*stakeholders*).

Assim, o escopo da governança corporativa esbarra nas duas principais teorias da função-objetivo das organizações: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, que defende que as decisões corporativas devem ser tomadas visando sempre a maximizar o valor da empresa, e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, que defende que as decisões devem ser tomadas de modo a equilibrar e satisfazer os interesses de todos os públicos envolvidos com a corporação. Segundo Silveira (2004, p. 39), algumas questões básicas, como “qual é o objetivo da empresa”?, “em função de quais interesses as organizações devem ser geridas”?, “quais devem ser os critérios para tomada de decisão e avaliação de desempenho”?, devem ser respondidas por qualquer corporação para a escolha da função-objetivo que, segundo Silveira (2004, p. 40), dependeria da consideração de três dimensões:

- dimensão sociedade: qual função-objetivo gera um maior bem-estar para a sociedade?
- dimensão empresa: qual função-objetivo torna a empresa mais eficiente e produtiva?
- dimensão profissional: qual função-objetivo especifica de forma clara como os executivos e conselheiros devem tomar decisões e ser avaliados?

Segundo Silveira (2004, p. 40), a função-objetivo que melhor responder a essas questões deve ser a escolhida como pano de fundo para elaboração e implementação do

modelo de governança, pois é aquela que resulta em maior bem-estar, maior eficiência corporativa e melhor definição dos critérios de avaliação dos administradores da companhia.

Assim, ao atingir o escopo da governança corporativa, com base na minimização dos problemas de agência ou conflito de interesses, bem como na redução dos custos de transação, o modelo a ser escolhido pelas empresas, tendo por base a função-objetivo, deve promover o crescimento do mercado de capitais, objeto de estudo da presente pesquisa. Assume-se, no presente estudo, que, além da governança corporativa, outras variáveis macroeconômicas possam determinar o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

2.14.4 Mecanismos de Governança Corporativa

Andrade e Rossetti (2006, p. 211) sugerem que os mecanismos de governança corporativa são na verdade “forças de controle”, como uma reação daqueles agentes prejudicados nos conflitos de agência, derivados de direitos assimétricos e de estruturas perversas de poder, que buscaram a harmonização de interesses e de direitos por meio do controle efetivo do poder, que era exercido por administradores e por majoritários expropriadores.

Essas “forças de controle” teriam se estabelecido tanto internamente quanto no ambiente externo às companhias. Como forças externas os autores identificam: a definição de mecanismos regulatórios; padrões contábeis exigidos; controle pelo mercado de capitais; pressão de mercados competitivos; ativismo de investidores institucionais; ativismo de acionistas; e atuação de fundos de *private equity*. Como forças internas são apontadas: concentração da propriedade acionária; constituição de Conselhos de Administradores guardiões; modelos de remuneração de administradores; monitoramento compartilhado; e estruturas multivisionais de negócios.

Já para Jensen, 1993, p. 850 (apud OKIMURA, 2003, p. 19), os mecanismos de governança corporativa podem ser classificados dentro de quatro grandes categorias: o ambiente legal, político e regulatório; o mercado de capitais e de fusões e aquisições; o mercado competitivo do setor de atuação; os mecanismos internos. Essencialmente, Silveira (2004, p. 32) acompanha essa classificação de mecanismos externos e internos.

Contudo, afirma Rozo (2003, p. 45) que, na verdade, as abordagens dos contratos, *ex ante* da teoria da agência e *ex post* da teoria dos custos de transação, é que determinam os diversos tipos de mecanismos de governança corporativa, todos com o objetivo comum de reduzir custos, sejam os de agência ou os de transações econômicas que, em última instância,

contribuiriam “para maximizar a riqueza dos acionistas, garantir o retorno dos capitais de terceiros e oferecer aos *stakeholders* o benefício do desenvolvimento econômico do país onde a empresa está inserida”. No entanto, de forma mais restrita, Silveira (2004, p. 32) considera que a governança corporativa, assumida como um conjunto de mecanismos de incentivo e controle, contribuiria para a redução dos custos de agenciamento.

Desse modo, os mecanismos de incentivos aos gestores, como a remuneração variável baseada em resultados e opções de compra sobre ações da empresa, e de monitoramento, como auditoria independente, conselho de administração, conselho fiscal, auditoria interna, *covenants* atrelados aos recursos tomados de terceiros, processo de gestão com segregação de funções e estrutura de propriedade representam a abordagem *ex ante* dos contratos. Já as leis, os códigos de ética, códigos de boas práticas de governança corporativa, câmaras de arbitragem, mercado de trabalho dos gestores, mercado de trabalho dos membros dos conselhos de administração e o mercado de controle acionário (*takeovers*) são considerados os mecanismos de governança corporativa numa abordagem *ex post* dos contratos.

2.14.5. Mecanismos externos de Governança Corporativa

Quanto aos controles externos, Fama, 1980 (apud LANZANA, 2004, p. 42), ressalta que a companhia é disciplinada pela competição com outras empresas, o que força a evolução de mecanismos de monitoramento eficiente do desempenho de toda a equipe e de cada membro individualmente. Cada participante da empresa, em particular os gestores, enfrentaria tanto a disciplina como as oportunidades oferecidas pelo mercado para seus serviços, seja interna ou externamente à companhia.

O autor acrescenta que, mesmo sendo uma gerência profissional, esta também seria disciplinada tanto pela competição do mercado de trabalho, como pela competição interna por promoções. Já o monitoramento da alta gerência é feito pelo conselho de administração e pelo mercado de *takeovers* por investidores externos.

Fama e Jensen, 1983 (apud LANZANA (2004, p. 44), destacam a importância dos mercados. No mercado de capitais, por exemplo, o preço da ação pode ser considerado um sinal visível que sumaria os resultados das decisões internas da empresa para um fluxo de caixa atual e futuro da companhia. Esse monitoramento externo exerce pressão no sentido de orientar o processo de decisão no interesse do acionista. A existência de *takeovers*, no mercado de capitais, por exemplo, disciplina os gestores a tomarem decisões que beneficiem a companhia, do contrário a empresa pode ser comprada.

Ainda na esfera do mercado de capitais, a reação do mercado aos anúncios de prejuízos das empresas funcionaria como um mecanismo de governança corporativa. Para Denis e McConnell, 2002, p. 4 (apud OKIMURA, 2003, p. 21), quando os mecanismos internos de governança atingem um elevado grau de ineficiência, revelada pela significativa diferença de preços entre o valor da empresa e o valor potencial dela, existe um grande incentivo para investidores externos tomarem o controle da empresa. Essa ameaça de mudança de controle agiria como um incentivo aos administradores para que mantivessem um valor elevado das ações da empresa, a fim de eliminar o prêmio que pudesse atrair possíveis interessados em seu controle. Nessa perspectiva, o mercado de capitais alinharia os interesses dos administradores com os dos acionistas.

Para Allen e Gale, 1999, p. 9 (apud OKIMURA, 2003, p. 21), existiriam três mecanismos básicos para que pudesse ocorrer uma mudança de controle de uma empresa por intermédio do mercado de capitais: pela disputa por votos, pelas fusões e pelas aquisições.

Para alguns autores, como Denis, 2001, p. 198, e Prowse, 1994, p. 7 (apud OKIMURA, 2003, p. 20), os mecanismos regulatórios e de cunho legal estão entre os mais importantes instrumentos de governança corporativa. Para La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000a), o ambiente legal é um mecanismo fundamental de governança corporativa. Segundo os autores, o grau de proteção concedido aos direitos dos investidores estaria condicionado à origem das leis dos países, assim como o nível de *enforcement* na aplicação dessas leis seriam fatores determinantes da governança corporativa.

Assim, o nível de proteção dado aos investidores, em relação à possibilidade de expropriação por parte dos administradores e dos acionistas controladores, determinaria as diferenças das empresas, no que tange à estrutura de propriedade, ao mercado de capitais, à estrutura de financiamento e à política de dividendos, com base nas pesquisas realizadas pelos autores. Os estudos também revelaram que os conflitos de interesses ocorrem principalmente entre investidores externos e o acionista controlador, e que a relação de conflito entre administradores e acionistas aparece em países onde o controle acionário das empresas é pulverizado, por exemplo Estados Unidos e Reino Unido.

2.14.6. Mecanismos internos de Governança Corporativa

No âmbito interno, como forte aliado na redução do problema de agência, Silveira (2004, p. 33) destaca a importância do conselho de administração, como um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de

governança corporativa de uma empresa. Okimura (2003, p. 23-25) acrescenta a política de remuneração, estrutura de financiamento e estrutura de propriedade. Fama e Jensen, 1983 (apud LANZANA, 2004, p. 44) destacam ainda, como instrumento interno, a hierarquia de decisões e o sistema de monitoramento mútuos.

a) Conselho de administração como mecanismo interno de Governança Corporativa

Para Denis (2001, p. 199), o conselho de administração, como mecanismo aceito inclusive sob a ótica jurídica, é o instrumento mais direto de controle dos administradores à disposição dos acionistas. Os membros do conselho são eleitos pelos acionistas para, em nome deles, contratar, demitir, compensar e monitorar a alta administração e executivos da empresa. Em tese, é a solução ideal, para os acionistas, no monitoramento dos agentes.

Hermalin e Weisbach (2001) relatam que muitos estudos têm sido realizados, com o objetivo de identificar características e fatores que afetam a função do conselho de administração e o seu efeito no monitoramento e desempenho das empresas. Duas características têm sido destacadas: o tamanho e a independência. Os resultados indicam que conselhos menores e com maior proporção de conselheiros externos têm sido mais efetivos no monitoramento da administração.

b) Políticas de remuneração como mecanismo interno de Governança Corporativa

A questão da remuneração como mecanismo de governança corporativa tem sido investigada com ênfase, basicamente, em dois aspectos: o nível de remuneração e o seu papel atrelado ao desempenho da empresa.

O nível de remuneração como mecanismo de governança corporativa assume que o administrador arriscaria menos a perda de seu emprego quanto maior fosse o valor recebido dela, o que o levaria a agir de acordo com os interesses dos acionistas.

Uma outra forma utilizada pelos proprietários é atrelar a remuneração dos administradores ao desempenho da empresa, o que, nesse caso, alteraria o foco contratual para um período *ex post*. Compensados proporcionalmente pelo desempenho da empresa, os agentes seriam incentivados a maximizar a riqueza dos acionistas. Os instrumentos utilizados têm sido a propriedade direta de parcela de ações da empresa ou na forma alternativa de *stock options*.

No entanto, os escândalos ocorridos com empresas americanas, em 2002, mostraram a vulnerabilidade desse mecanismo de governança corporativa. Conforme relata Gordon (2002, p. 1246), o uso de *stock options* pelos executivos da Enron, uma das maiores falências

ocorridas na ocasião, mostrou outros papéis desempenhados pelos executivos, o de fraudador e o de especulador. O objetivo primário de alinhar os interesses entre agente e principal cai por terra, pois os executivos, com maiores níveis de *stock options*, possuem incentivos para manter um valor alto das ações a qualquer custo, incluindo fraudes contábeis, aumento do risco da empresa, etc. (OKIMURA, 2003, p. 24).

c) Estrutura de financiamento como mecanismo interno de Governança Corporativa

Para Hart (1995, p. 685), a estrutura de financiamento da empresa, especificamente a tomada de dívidas, funcionaria como um importante mecanismo para disciplinar os administradores. As dívidas contraídas pela empresa exigiriam da administração um comprometimento de manter um nível de desempenho, pelo menos para honrar as obrigações com os credores. Diferente do retorno aos acionistas, em que a administração tem o poder de decidir sobre o fluxo de dividendos ou juros, com os credores haveria a obrigação de pagamentos periódicos que, em não sendo realizados, possuem garantias e meios para execução.

Outro benefício da contratação de dívidas, pelo menos até certo nível, é que desestimularia os administradores a reinvestir os ganhos em projetos não geradores de valor para a empresa.

d) Estrutura de propriedade como mecanismo interno de Governança Corporativa

A estrutura de propriedade como mecanismo de governança corporativa considera que acionistas, com uma parcela superior a 5% das ações de uma empresa, têm o incentivo e o poder de monitorar a administração, argumenta Denis (2001). Nessa perspectiva, afirma Lanzana (2004, p. 46-47) que a existência de grandes investidores provocaria maior alinhamento entre os direitos sobre o fluxo de caixa (posse das ações) e os direitos de controle (votos para tomada de decisão).

Por outro lado, a presença de grandes acionistas com alta parcela de propriedade pode ser prejudicial para a empresa, na medida em que os interesses dos acionistas controladores não coincidam com os interesses dos demais acionistas, conforme ressaltam Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999) e Bebchuk (1999). A concentração da propriedade possibilitaria, por um lado, uma diminuição dos custos de agência, uma vez que os acionistas controladores acompanhariam os negócios da empresa mais de perto. Mas, por outro lado, potencializaria as chances de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores.

La Porta *et al.* (1999), Bebchuk (1999) e Gomes, 2000 (apud OKIMURA, 2003, p. 29), afirmam que a existência de grandes acionistas é uma tentativa de minimização dos conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional aos investidores.

O desenvolvimento econômico de um país, segundo a NEI, está condicionado à capacidade de o ambiente institucional permitir a garantia dos direitos de propriedade entre os agentes. Segundo Silveira (2004, p. 38), os direitos de propriedade, discutidos nos artigos seminais de Coase (1962) e Demsetz (1967), atuam como variáveis explicativas do nível de desenvolvimento econômico de um ambiente institucional e também do modelo de governança corporativa adotado pelas empresas nesse ambiente, ao causarem impacto na estrutura de propriedade das empresas.

La Porta *et al.*, 2000 (apud LANZANA, 2004, p. 46), afirmam que os aspectos judiciais (regras mais flexíveis e estabelecidas pelos juízes) e políticos (maior proteção à propriedade privada) explicam a maior proteção aos investidores nos países de Direito Comum se comparada à dos países de origem no Direito Civil.

Segundo os autores, a fraca proteção ao investidor causaria o subdesenvolvimento do mercado de capitais (medido pelo número de companhias listadas e de empresas realizando oferta pública), a pior avaliação dos ativos e, em última instância, dificultaria o desenvolvimento econômico.

Nos países de Direito Civil, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei (*enforcement*). Como resultado da falta de proteção legal aos investidores, o financiamento das companhias é, em sua maioria, interno ou por meio de bancos estatais e existe uma grande concentração da propriedade (LANZANA, 2004, p. 46).

2.14.7. Instrumentos utilizados na concentração acionária

Segundo Grava (2004, p. 26), os mecanismos utilizados para introduzir a disparidade controle-propriedade são quatro: o uso de classe de ações (ordinárias e preferenciais) com direitos diferenciados, o uso da estrutura de pirâmide, as participações cruzadas e o acordo de acionistas.

O uso de classe de ações com direitos diferenciados (ordinárias com voto, preferenciais sem) permitiria aos acionistas controladores deter, no caso brasileiro, o controle da empresa com apenas 16,7% das ações ordinárias. Ressalte-se que, com a edição da lei n.º

10.303/2001, foi reduzida, para as empresas que se constituíssem a partir daquela data, a participação das ações preferenciais de 2/3 para 1/2 do capital acionário.

A estrutura de pirâmide se caracteriza pela existência da figura do controlador, refletindo presença de dois ou mais níveis de controle. Dado que a cada nível o controle pode ser exercido com 50% do capital mais uma ação, o acúmulo de níveis promove um decaimento geométrico no capital necessário para que se mantenha o controle. Para La Porta *et al.* (1999 a), esse mecanismo de concentração de capital é mais utilizado que o de classe de ações (GRAVA, 2004, p. 31-32).

Valadares (1998, p. 34) afirma que “a grande utilização de emissão de ações sem direito a voto permite um distanciamento da regra: uma ação – um voto. Apesar da freqüente presença de pirâmide na estrutura de propriedade, o seu objetivo principal não parece ser a manutenção do controle com um menor custo”. Para Grava (2004, p. 32), a combinação do uso de ações ordinárias/preferenciais com a estrutura de pirâmide acarreta um resultado potencialmente elevado.

O uso de participações cruzadas possui um efeito semelhante ao da pirâmide, adicionado à presença de mais de uma empresa operacional controlada. A troca de participações entre as empresas controladas substitui, ao menos parcialmente, os níveis de pirâmide (GRAVA, 2004, p. 33).

Segundo Sztajn, 2002 (apud GRAVA, 2004, p. 37), as modificações na lei 6.404 a partir de 2001 tornaram mais forte o acordo e mais efetiva a concentração do poder acionário, o que significa um retrocesso, pois contraria o que se convencionou denominar boas práticas de governança corporativa.

2.14.8 Modelos e (ou) sistemas de governança corporativa

Apesar de governança corporativa não ser um tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos ou emergentes. No presente estudo, além de variáveis macroeconômicas, a governança corporativa, implementada pela BOVESPA a partir de 2001, é considerada como variável explicativa do mercado de capitais brasileiro.

A partir da década de 1980, várias pesquisas foram realizadas nos Estados Unidos, Europa e Japão para examinar os modelos de governança corporativa e suas conseqüências sobre o desempenho das empresas. Destacam-se, segundo Okimura (2003, p. 25), os trabalhos de Prowse (1994), Aoki e Kim (1995) e La Porta *et al.* (2000).

Também chamados de sistemas, são identificados pela literatura dois modelos: o anglo-saxão, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental. As estruturas de propriedade, bem como as formas de monitoramento usadas pelos acionistas parecem diferenciar esses modelos.

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as Bolsas de Valores garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas. No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e as participações acionárias são de longo prazo. Além disso, no modelo anglo-saxônico, o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas (*shareholders*), enquanto no modelo nipo-germânico, as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os de outros grupos interessados que sofrem o impacto das decisões tomadas pela empresa, como, por exemplo, os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade em geral (*stakeholders*).

Assim, no modelo *shareholder*, a obrigação primordial dos administradores é agir em nome dos interesses dos acionistas, enquanto no modelo *stakeholder*, além dos acionistas, existe um conjunto mais amplo de interesses que deve ser contemplado pela ação e pelos resultados da corporação.

Uma outra classificação feita por alguns autores sobre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico refere-se às fontes de financiamento das empresas. Segundo Allen e Gale, 2000 (apud OKIMURA, 2003, p. 26), o modelo anglo-saxão, conhecido como *market oriented*, ao privilegiar a propriedade dispersa, obtém do mercado sua principal fonte de recursos. Nele, o poder individual dos acionistas é fraco, o que exige um mercado com alta necessidade de transparência das informações e com um sistema institucional com capacidade de fazer cumprir (*enforcement*) os direitos dos acionistas minoritários.

Já o modelo nipo-germânico utiliza como fonte de financiamento grandes investidores, que podem ser bancos, outras instituições financeiras, além de estruturas familiares. Esses grandes investidores participam ativamente na administração das companhias, o que garante um monitoramento mais próximo dos negócios.

O desempenho da economia japonesa na década de 80 levava a crer que o modelo de governança corporativa lá utilizado, similar ao modelo alemão, fosse o mais eficiente. No entanto, com os sinais de desaquecimento da economia na década de 90, aquele modelo começou a ser questionado.

Atualmente, a importância dos Estados Unidos no cenário mundial, com seu expressivo mercado de capitais como fonte de recursos para empresas no mundo inteiro, tem

estimulado a disseminação de sua cultura institucional em termos de controle corporativo, parecendo apontar para a hegemonia do modelo anglo-saxônico.

Segundo Carvalho-da-Silva (2002), o debate e o estudo dos modelos anglo-saxão e nipo-germânico se intensificaram e os sistemas vêm sofrendo evoluções, de forma que atualmente não são encontrados os dois modelos em sua forma “pura”.

Maher e Andersson, 2000 (apud CARVALHAL-DA-SILVA, 2002) apresentam e examinam os conceitos, vantagens e desvantagens dos sistemas de governança corporativa presentes nos países da OCDE, bem como a relação entre os sistemas de governança, desempenho das empresas e crescimento econômico.

Segundo os autores, enquanto alguns sistemas são caracterizados por propriedade mais difusa (*outsider systems*), outros tendem a possuir uma maior concentração de controle e propriedade (*insider systems*).

Nos sistemas com propriedade mais difusa, presentes, principalmente, nos EUA e no Reino Unido, o conflito de interesse básico é entre administração e acionistas. Nesse sistema, os mercados de capitais são mais ativos e desenvolvidos e são responsáveis pelas funções de monitoramento da administração das empresas. Os investidores institucionais e os conselhos de administração têm um papel fundamental na atividade de governança corporativa, enquanto os bancos assumem somente um papel passivo na atividade de monitoramento das companhias.

Por outro lado, nos sistemas com propriedade mais concentrada, o conflito de agência se dá entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Nesses países, tipicamente Europa Continental, Japão e Coreia, é comum a presença de pirâmides, estruturas cruzadas entre empresas e bancos, os quais possuem um papel importante nas atividades de monitoramento da administração das empresas, razão pela qual a alavancagem financeira é superior nesse sistema. Os mercados de capitais tendem a ser menos líquidos e desenvolvidos, e os investidores institucionais não têm um papel tão ativo como nos sistemas de propriedade mais difusa.

Segundo Maher e Andersson (2000), ambos os modelos têm suas vantagens e desvantagens. Com a globalização e o aumento das relações entre os países, os dois sistemas têm sofrido modificações, apresentando um grau de convergência entre eles, com o sistema *outsider* adotando algumas características do *insider*, e vice-versa.

No entanto, afirmam os autores, é difícil prever se algum sistema irá prevalecer, uma vez que as divergências entre eles são históricas, baseadas em raízes culturais e legais, sugerindo que uma convergência total é pouco provável. Nesse contexto, é importante saber

que todos os sistemas podem ser eficientes desde que cumpram os critérios de eficiência apropriados ao sistema e às particularidades culturais, econômicas e históricas de cada país.

Outros estudiosos, dentre eles La Porta *et al.* (1998), na comparação dos sistemas de governança, tomam como base a origem das leis do mercado em estudo, informa Okimura (2003, p. 27), conforme evidencia o Quadro 16.

	Proteção dos Acionistas	Proteção dos Credores	Enforcement
Forte Proteção	Direito Comum	Direito Comum	Direito Civil Escandinavo
Intermediário	Direito Civil Escandinavo	Direito Civil Alemão	Direito Civil Alemão
Intermediário	Direito Civil Alemão	Direito Civil Escandinavo	Direito Comum
Fraca Proteção	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês	Direito Civil Francês

QUADRO 16 – A origem do direito e a proteção aos acionistas/credores

FONTE: La Porta, R.; Shleifer, A.; Lopes-De-Silanes, F.; Vishny, R. Law and Finance, Journal of Political Economy (1998).

NOTA: adaptado por OKIMURA (2003).

A proteção legal, ou a sua falta, segundo os autores, determinaria os diferentes modelos de governança corporativa entre os países, sendo um fator determinante do grau de evolução do mercado de capitais e da conduta de seus agentes. Países como os Estados Unidos e o Reino Unido, onde o ambiente legal tem origem no direito Comum, teriam melhor proteção para os investidores, o que promoveria o desenvolvimento do mercado de capitais. No entanto, países com ambiente legal derivado do direito Civil Francês, caso do Brasil, apresentariam pior proteção aos investidores e possuiriam mercado de capitais menos desenvolvido.

Para La Porta *et al.* (2000), a fraca proteção ao investidor causaria o subdesenvolvimento do mercado de capitais, medido pelo número de companhias listadas e número de companhias realizando oferta pública, uma subavaliação dos ativos e, em última instância, um obstáculo para o desenvolvimento econômico, relata Lanzana (2004, p. 46).

Para os autores, os aspectos judiciais, como regras mais flexíveis e estabelecidas pelos juízes, e os aspectos políticos, como a maior proteção à propriedade privada, explicaria a maior proteção aos investidores nos países de Direito Comum em relação aos países de origem no Direito Civil.

Sob essa abordagem, destaca Okimura (2003, p. 27-28), as estruturas de governança das empresas, bem como seus mecanismos, reagiriam ao ambiente em que se encontram, conforme a proteção legal vigente. Desse modo, a concentração acionária ou a dispersão da propriedade, bem como a predominância de conflitos entre administradores e acionistas ou

entre acionistas controladores e não controladores, originar-se-iam do nível de proteção legal existente no ambiente da empresa.

2.14.9 Governança Corporativa em perspectiva

Tendo por base a visão contratual da firma, alguns autores têm explorado, implícita ou explicitamente, o tema governança corporativa e suas implicações que, em épocas distintas, pode ser visualizada sob diferentes perspectivas, segundo Brandão e Bernardes (2005):

- Coase (1937): teve como foco os mercados e as firmas. Para ele, a firma é uma estrutura (de contratos) de coordenação de atividades econômicas, por meio de contratos de longo prazo (empregados, por exemplo), já que a curto prazo são onerosos, com o objetivo de reduzir custos de transação *ex ante*;
- Berle e Means (1932): para os autores, a estrutura da firma moderna, caracterizada pela propriedade pulverizada, ficava dependente das boas decisões dos gestores;
- Jensen e Meckling (1976): concebem a firma como um emaranhado de contratos entre diversos participantes, mas concentram-se no contrato entre proprietários e gestores, dando origem a uma relação de agência;
- Williamson (1985, 1996): vai além dos mercados e firmas, explorados por Coase, destacando os desdobramentos entre ambos. Ao abordar os custos de transação, visualiza a firma como uma estrutura de coordenação econômica ou mecanismo de governança, com o propósito de reduzir aqueles custos. Em sua análise, além dos custos *ex ante*, contempla os custos *ex post* dos contratos, derivados de fatores como os atributos humanos (racionalidade limitada e oportunismo) e a especificidade dos ativos envolvidos nas transações;
- Hollingsworth e Boyer (1997): consideram a governança corporativa numa perspectiva mais ampla. Para os autores, as economias capitalistas possuem vários mecanismos de governança, como os mercados, as firmas, as organizações estatais, as associações, as redes e as comunidades, todos contribuindo para redução dos custos de transação.

2.15 Contabilidade e Governança Corporativa

Mesmo quando a governança corporativa ainda estava em estado embrionário, a importância da contabilidade tendo a firma como um nexos de contratos já havia sido

percebida por Watts e Zimmerman (1986, p. 186), quando afirmam que a “literatura de contratos sugere a hipótese de que a contabilidade exerce um papel importante tanto nos termos da contratação quanto no monitoramento desses termos” (apud ROZO, 2003, p. 47).

Nesse novo papel da contabilidade, segundo Sunder, 1997 (apud LOPES; MARTINS, 2005, p. 33), cinco principais funções se destacam na coordenação dos vários contratos existentes entre os agentes ligados à empresa:

1. mensurar a contribuição de cada um dos participantes nos contratos;
2. mensurar a fatia a que cada um dos participantes tem direito no resultado da empresa;
3. informar os participantes a respeito do grau de sucesso no cumprimento dos contratos;
4. distribuir informação para todos os potenciais participantes em contratos com a empresa para manter a liquidez dos seus fatores de produção;
5. distribuir algumas informações como conhecimento comum para reduzir o custo da negociação dos contratos.

Tanto nos mecanismos de monitoramento como nos de incentivo, utilizados para atenuar o conflito agente-principal, a contabilidade se faz presente. Como mecanismos de monitoramento, as auditorias independentes, as empresas de *rating*, bem como os conselhos fiscais e conselhos de administração tomam por base informações contábeis para realizar seus exames e emitir seus pareceres.

Nesse contexto, Lopes e Martins (2005, p. 33) afirmam que, como um mecanismo de governança corporativa, a contabilidade financeira ou societária funcionaria como principal fonte de redução da assimetria informacional entre investidores (principal) e os principais agentes envolvidos no conflito de agência.

Além da Contabilidade Financeira, lembra Rozo (2003, p. 48), deve ser ressaltada a contribuição da Contabilidade Gerencial, que, segundo Fama (1983), pode ser utilizada como importante mecanismo de controle dos gestores pelos acionistas, quando da estruturação do processo decisório da empresa, de forma a segregar as decisões de gestão e de controle. Ainda no processo de gestão da empresa, podem ser destacadas as simulações de resultados para subsidiar o planejamento estratégico e operacional, o orçamento gerencial, o orçamento de capital, as informações de custo, o planejamento tributário, o resultado de unidades internas da empresa, etc.

Capítulo III

3 METODOLOGIA

Este capítulo, além da introdução, discorre sobre o método científico, caracteriza a pesquisa, traz informações sobre a população escolhida, a amostra utilizada e a coleta dos dados realizada. Apresenta ainda as variáveis do estudo e suas definições operacionais, bem como os recursos estatísticos usados e o tratamento dos dados realizados.

3.1 Introdução

A metodologia não é privilégio apenas do conhecimento científico, mas de qualquer outra forma de saber, e tem por finalidade demonstrar os passos como se chegou a determinado resultado.

3.2 O método científico como meio de obtenção da verdade

O conhecimento científico, em seu mister de produzir explicações racionais, objetivas e sistematizadas da realidade, encontra guarida tanto no campo das ciências formais como no âmbito das ciências factuais, estas, segundo Bunge (1976, p. 41), subdivididas em Natural, como a Física e a Química, e a Cultural, de que são exemplos a Sociologia, a Economia, a Administração e outras.

Lakatos e Marconi (2004, p. 29-30), apoiadas nos conceitos de BUNGE (1974, 1976) e (TRUJILLO, 1974), asseveram que as ciências formais preocupam-se com enunciados, buscando demonstrar rigorosamente seus teoremas, ao passo que as factuais tratam de objetos empíricos, de coisas e de processos, baseadas na observação e (ou) experimento. Enquanto aquelas demonstram ou provam, estas verificam (comprovam ou refutam) hipóteses que, em sua maioria, são provisórias. Em síntese, as ciências factuais dependem do “fato”, no que diz respeito ao seu conteúdo ou significação, e do “fato experimental” para sua convalidação.

O que distingue o conhecimento científico dos demais, ponderam Lakatos e Marconi (2004, p. 16), “é a forma, o modo ou o método e os instrumentos do conhecer”, ou seja, de como a realidade é observada e explicada. Com base nos conceitos apresentados por diversos autores, como Trujillo (1974), Hegenberg (1976), Bunge (1974, 1976) etc., sobre método científico, as autoras (op. cit., p. 44-45) sintetizam que “a finalidade da atividade científica é a

obtenção da verdade”. Não explicitamente, parecem referir-se às ciências factuais, uma vez que afirmam ser a verdade obtida por meio “da comprovação de hipóteses, sendo estas pontes entre a observação da realidade e a teoria científica, que explica a realidade”. Oferecem, por fim, a definição de método científico que, segundo as autoras (op. cit., p. 46):

é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros –, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

Lakatos e Marconi (2004, p. 90-91) ainda ressaltam a diferença entre método, como abordagem, e métodos, como procedimentos. Para as autoras, estes últimos seriam as etapas mais concretas da investigação, podendo até serem entendidos como técnicas. Já método, “caracteriza-se por uma abordagem mais ampla, em nível de abstração mais elevado, dos fenômenos da natureza e da sociedade”. Como abordagem, as autoras classificam método em quatro categorias: 1) método indutivo, com conexão ascendente, indo das observações particulares para os aspectos gerais das leis e teorias; 2) método dedutivo, com conexão descendente, partindo das leis e teorias para prever a ocorrência dos fenômenos particulares; 3) método hipotético-dedutivo, originando de uma lacuna nos conhecimentos e, mediante hipóteses, “pelo processo de inferência dedutiva, testa a predição da ocorrência de fenômenos abrangidos pela hipótese”; e 4) método dialético, tendo por base a contradição existente entre os fenômenos que ocorrem na natureza e na sociedade. Assim, na presente pesquisa, o método empregado é o **hipotético-dedutivo**, em que se parte da definição do problema e da construção de conjecturas, que devem ser testadas pela observação e experimentação, conforme afirmam Lakatos e Marconi (2004, p. 74).

Como a presente investigação, que busca identificar a possível relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o mercado de capitais, está inserida no campo das ciências factuais, a metodologia a ser empregada fará uso do “fato experimental”, por meio do teste de hipóteses, para buscar a sua validação científica.

3.3 Caracterização da Pesquisa

A pesquisa científica, com o suporte das teorias e leis que regem os fenômenos, é a materialização da ciência na produção do conhecimento. Como a Ciência tem por finalidade “a teoria ou a explicação sistemática dos fenômenos naturais”, cabe aos cientistas “o estudo das relações entre fenômenos”. Nesse exercício, fazem uso da pesquisa científica, entendida como “a investigação disciplinada dessas relações” (KERLINGER, 1980, p. 320-321).

Dentre os tipos de abordagens epistemológicas apresentados por Gamboa (1987), fenomenológico-hermenêutico, crítico dialético e empírico-analítico, a presente pesquisa parece encaixar-se nesta última, pois busca analisar a relação existente entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o mercado de capitais.

Este tipo de abordagem (empírico-analítica), segundo Martins (2002, p. 34), privilegia estudos práticos e possui forte preocupação com a relevância causal entre as variáveis. Segundo o autor, os estudos com abordagem epistemológica empírico-analítica apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados essencialmente quantitativos, com ênfase na relação entre as variáveis.

Demo (1995), por outro lado, oferece, para estudos científicos, uma outra classificação, resumida nas seguintes categorias: os teóricos, que seriam dedicados à formulação de quadros de referência e estudos de teorias; os metodológicos, voltados ao questionamento e análise dos instrumentos e meios da prática da ciência, levando ainda a discussões de abordagens teórico-práticas; os práticos, que buscam intervir na realidade social; e, por último, os empíricos, que priorizam a mensuração e a tradução da realidade social. Sob essa classificação, este trabalho aparenta estar mais associado aos metodológico-empíricos, pois pretende analisar o comportamento do mercado de capitais brasileiro em face da governança corporativa e de determinadas variáveis macroeconômicas. Busca compreender a relação daquele, assumido como variável dependente, com as possíveis variáveis macroeconômicas assumidas para explicá-lo, além da governança corporativa.

Entretanto, ao utilizar a interpretação de Abramo (1979, p. 43), esta pesquisa pode ser vista ainda como descritiva, quantitativa e explicativa. Na visão do autor, a natureza explicativa está embasada no arcabouço teórico usado pela investigação. No presente trabalho, utiliza-se como suporte a teoria da intermediação financeira, focalizando o papel e o funcionamento dos mercados financeiros, em especial a do mercado de capitais. Considera ainda como arcabouço teórico a firma sob a ótica contratual, fundamentada na teoria de agência e na teoria dos custos de transação. O caráter quantitativo, no entendimento do autor, está na análise de relações entre as variáveis. Uma vez que o objeto de estudo é o comportamento do mercado de capitais brasileiro como função, além da governança corporativa, de determinadas variáveis macroeconômicas, o presente trabalho aparenta encontrar-se nessa modalidade.

Já para Gil (1994), esta investigação poderia inserir-se na categoria descritiva. Segundo o autor (op. cit., p. 70), “a pesquisa descritiva tem como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou estabelecimento de relações entre

as variáveis”. A presente pesquisa, ao buscar analisar a relação existente entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o mercado de capitais brasileiro, parece coincidir com essa classificação.

Entretanto, segundo Silva e Menezes (2001, p. 21), a classificação das pesquisas em três grandes grupos, como exploratórias, descritivas e causais, utilizada por muitos autores, como por exemplo, Selltiz *et al.* (1974), costuma ser sob o ponto de vista dos objetivos da investigação. Quando classificadas sob a ótica da abordagem do problema, segundo os autores, devem ser agrupadas em pesquisa quantitativa e pesquisa qualitativa. Este trabalho, de caráter quantitativo, faz uso dos métodos de mínimos quadrados ordinários (MQO), e MQO com erros padrões robustos à heterocedasticidade dos resíduos, nas regressões lineares simples e múltiplas.

Por outro lado, quando abordado sob o paradigma normativo e (ou) positivo, o presente trabalho pode ser classificado dentro do grupo das pesquisas positivistas que, segundo Martins (2002), se utilizariam, como técnica de investigação, de estudos descritivos, tendo como objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno, bem como estabelecer relações entre variáveis e fatos. Para Comte (1978), os estudos positivos buscam a explicação dos fatos por meio de uma ligação estabelecida entre diversos fenômenos particulares e alguns fatos gerais. Esses estudos, segundo Martins (2002), são caracterizados pelo uso mais intenso e rigoroso de técnicas estatísticas, sob orientação de planos amostrais e mediante validação de dados apoiada apenas em níveis estatísticos de significância.

3.4 População, amostra e coleta dos dados

Como o objeto do presente estudo é o mercado de capitais brasileiro, e o objetivo principal é analisar o seu comportamento em face da governança corporativa e de determinadas variáveis macroeconômicas, o período selecionado para investigação toma como base o início da institucionalização das práticas de governança corporativa, lançada oficialmente em 26 de junho de 2001. Assim, no sentido de captar o efeito da introdução dessa variável no mercado de capitais brasileiro, e tentando manter o mesmo período (6 anos) antes e depois do início da implementação formal da governança corporativa no país, o período de análise estará compreendido entre julho de 1995 e junho de 2007, totalizando 144 meses.

Os dados do estudo são da população de empresas de capital aberto ingressantes nos segmentos de governança corporativa, bem como da evolução mensal das variáveis macroeconômicas selecionadas, representando as variáveis independentes. Para medir a variável resultante, no caso o mercado de capitais, é utilizado como *proxy* o índice Ibovespa, o índice IBrX-100 e a liquidez do mercado. A amostra é, portanto, do tipo não probabilístico ou intencional, podendo não ser representativa da população.

Os dados previstos nesta pesquisa são secundários e foram obtidos do banco de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, IPEAData, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do Banco Central do Brasil (BACEN), além dos sítios eletrônicos da CVM e da BOVESPA. Essas informações estão disponibilizadas tanto no Informativo da CVM, como na Base de Dados da BOVESPA.

Mais especificamente, foram obtidas do IPEAData as informações sobre a taxa real de juros doméstica, calculada pela taxa *Selic* deflacionada; as taxas de inflação, do Índice Geral de Preços, Mercado (IGP-M), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV); o nível do Risco - Brasil, medido pelo *spread* do *C-Bond* em relação ao *T-Bond*; o desempenho do mercado de capitais internacional, avaliado pelo índice da *Standard and Poors*, S&P 500, da Bolsa de Valores de Nova York (*NYSE*); e o desempenho da bolsa norte-americana Dow Jones.

Do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) são obtidas as informações sobre o desempenho macroeconômico local, medido pela Produção Física Industrial, índice de base fixa sem ajuste sazonal (base: 07/2001 = 100) deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC).

As informações sobre a taxa de câmbio, medida pela taxa PTAX deflacionada, bem como a entrada de Investimentos Estrangeiros, medida pelos investimentos estrangeiros diretos (IED), e os investimentos estrangeiros canalizados para a bolsa de valores, além do volume da dívida líquida do setor público, são obtidas do Banco Central do Brasil (BACEN).

O efeito, sobre o mercado de capitais, da captação de recursos no exterior, medido por meio da emissão de ADRs pelas empresas brasileiras, é extraído do Informativo da CVM.

As datas de adição das empresas aos segmentos especiais de governança corporativa são obtidas do sítio eletrônico da BOVESPA, assim como informações relativas aos índices Ibovespa e IBrX-100, o volume financeiro negociado, a capitalização bursátil e a liquidez do mercado.

Os dados foram, inicialmente, processados em planilhas eletrônicas para, posteriormente, ser exportados para o pacote estatístico SPSS.

3.5 Variáveis e Definições Operacionais

Segundo Rozo (2003, p. 68), uma definição operacional é um procedimento que tem a finalidade de atribuir um significado comunicável a um conceito, “através da especificação de como o conceito é aplicado dentro de um conjunto específico de circunstâncias”.

Destacam-se a seguir as variáveis utilizadas na pesquisa:

- a. Índice Ibovespa;
- b. Índice IBrX-100;
- c. Volume total negociado;
- d. Liquidez do mercado;
- e. Governança Corporativa;
- f. Taxas de Juros (*Selic*);
- g. Taxas de inflação (IGP-M);
- h. Taxas de Câmbio;
- i. Taxas do Risco País (diferença entre o *C-Bond* e o *T-Bond*);
- j. Taxas de Desempenho Econômico (Produção Física Industrial do IBGE);
- k. Índice *Dow Jones*;
- l. Índice S&P 500;
- m. Volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto – IED;
- n. Volume líquido de Investimento Estrangeiro em bolsa;
- o. Volume da dívida líquida do setor público;
- p. Emissão de certificados de ações na captação de recursos no exterior – ADRs.

3.5.1 Índice Ibovespa

O índice Ibovespa é calculado diariamente tendo por base uma carteira teórica que leva em consideração as ações mais negociadas tanto em termos de liquidez como de volume. Assim, o índice procura refletir o desempenho das ações mais negociadas nos pregões da BOVESPA e, para esse estudo, considerou-se a média dos fechamentos diários de cada mês.

3.5.2 Índice IBrX

Da mesma forma que o Ibovespa, mas considerando uma carteira teórica mais ampla, ou seja, as 100 ações mais negociadas na BOVESPA, o índice IRrX, conhecido como o Índice Brasil, é calculado diariamente com base no retorno dessas ações, em termos de número de negócios e volume financeiro, ou seja, escolhidas entre as ações classificadas em ordem decrescente por liquidez. Também se considera, nessa pesquisa, a média mensal dos fechamentos diários do IBrX.

3.5.3. Volume total negociado

O volume total negociado representa o volume financeiro decorrente dos negócios realizados no mercado à vista na BOVESPA. São utilizadas as informações mensais disponibilizadas por essa instituição.

3.5.4. Liquidez do mercado

A liquidez do mercado é medida pela razão entre o volume total negociado e a capitalização bursátil do mercado. Esse índice é calculado com base nas informações mensais, do volume total negociado e da capitalização bursátil, disponibilizadas pela BOVESPA.

3.5.5 Governança Corporativa

Os segmentos especiais de governança corporativa tiveram, formalmente, início em junho de 2001, mediante a assinatura de um contrato em que as dez primeiras empresas assumiam o compromisso de apresentar um maior grau de transparência nas informações disponibilizadas ao mercado, bem como tratamento diferenciado aos acionistas. Para medir o efeito na governança corporativa no mercado de capitais, no período de 1995 a 2007, foi usada uma variável *dummy*, assumindo zero para antes de junho/2001 e um para o período posterior. Já para o período de junho/2001 a junho/2007, utiliza-se o acréscimo mensal no número de empresas ingressantes aos segmentos especiais de governança corporativa da BOVESPA.

3.5.6 Taxa de juros (*Selic*)

A taxa *overnight* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), expressa na forma anual, é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas (Banco Central do Brasil). É utilizada a taxa média fixada, pelo Banco Central, para o mês de referência.

3.5.7 Taxa de inflação (IGP-M)

Como medida para a taxa de inflação, utiliza-se o índice geral de preços do mercado (IGP-M), da Fundação Getúlio Vargas, que toma como base a evolução dos preços praticados entre o dia 21 do mês anterior ao dia 20 do mês de referência. O IGP-M, assim como o IGP-DI, é formado por três taxas: o Índice de Preços por Atacado (IPA) - que corresponde a 60% do IGP-M; o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) - que responde por 30% do IGP-M total; e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) - que representa 10% do IGP-M.

3.5.8 Taxa de câmbio

Divulgadas diariamente pelo Banco Central, as taxas de câmbio representam a cotação da moeda nacional, tanto para compra como para venda, em relação à moeda norte-americana. Para este estudo, é utilizada a PTAX deflacionada, que se refere à taxa média mensal do dólar comercial a preço de venda.

3.5.9 Risco-país

Calculado pelo banco americano J. P. Morgan, o Embi+ (*Emerging markets bond index*) representa um “Índice de Bônus de Mercados Emergentes” derivado de uma carteira padrão de títulos da dívida externa desses países, em proporções que refletem o peso de cada país no mercado de dívida soberana. O Brasil, por exemplo, tem um peso no índice de 21%, superior ao México (20%) e à Rússia (19,3%). Para cada país, trabalha-se com uma cesta de títulos formando um subíndice, em que é individualizado um índice para cada país, em nosso caso, o “Embi-Brasil”. Assim, o Risco-Brasil representa a média ponderada dos prêmios

pagos por esses títulos, como o *Brazilian Capitalization Bond (C-Bond)*, em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, como o *T-Bond*, título considerado supostamente livre de risco. O excedente que se paga em relação à rentabilidade garantida pelo bônus do governo norte-americano é expresso em pontos, o que significa dizer que a cada 100 pontos, por exemplo, existe uma sobretaxa de 1% sobre os papéis dos Estados Unidos. O mercado usa o Embi+ para medir a capacidade de um país honrar os seus compromissos financeiros, significando que quanto maior a pontuação do indicador de risco, mais perigoso fica aplicar nesse país. Utiliza-se, nessa pesquisa, a média mensal divulgada pelo J. P. Morgan.

3.5.10 Crescimento Econômico

Divulgado mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, o Índice de Produção Industrial se baseia na Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF), cuja amostra é selecionada com base nas informações da Pesquisa Industrial Anual de Empresa e cobre 63% do valor da transformação industrial das atividades das indústrias extrativas e de transformação. Como o Produto Interno Bruto – PIB, a principal medida de desempenho econômico do país, só é calculado trimestralmente pelo mesmo instituto, o Índice de Produção Industrial do IBGE torna-se em uma fonte alternativa quando se necessita de dados com informações mensais. A exemplo de Rogers (2006, p. 81), tomou-se esse índice sem ajuste sazonal, deflacionando-o pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de modo que a série represente o crescimento econômico real e não o crescimento nominal.

3.5.11 Índice Dow Jones

Divulgado diariamente, o Índice Dow Jones representa a variação média dos trintas papéis das empresas industriais que o compõem, levando em consideração critérios de tamanho, de tradição econômica e solidez no mercado. São consideradas as médias mensais dos fechamentos diários do índice de ações Dow Jones da *New York Stock Exchange (NYSE)*, principal bolsa norte-americana.

3.5.12 Índice S&P 500

O índice S&P 500 representa o desempenho dos papéis das 500 principais empresas mundiais que negociam ações no mercado (Nyse e Nasdaq) norte-americano, atendidos os critérios de capitalização de mercado, liquidez e representação setorial de cada companhia. Foram consideradas as médias mensais derivadas dos fechamentos diários do índice divulgado pela empresa de consultoria norte-americana Standard & Poors.

3.5.13 Investimento Estrangeiro Direto – IED

O volume de IED, na modalidade participação no capital, representa o movimento de recursos direcionados apenas ao capital acionário, compreendendo os ingressos de recursos de bens, moeda e as conversões externas em investimento estrangeiro direto. Foram utilizadas as informações mensais líquidas (crédito – débito) divulgadas pelo Banco Central que, segundo a instituição, computam nessas cifras os ingressos e saídas efetivas de capitais em moeda estrangeira e bens, as conversões de empréstimos e outros créditos em investimentos, e os reinvestimentos. Não estão incluídas as remessas ao exterior a título de ganho de capital sobre investimentos diretos, as remessas de lucros e dividendos e os chamados empréstimos "intercompanhia" ou "intragrupo".

3.5.14 Investimento Estrangeiro em Bolsa

O volume de investimentos em portfolio, direcionados para o mercado de ações, é registrado pelo Anexo IV do Banco Central do Brasil (BCB). São utilizados os valores mensais líquidos, derivados da diferença entre os ingressos e os retornos contabilizados pelo BCB.

3.5.15 Dívida líquida do setor público

Apurada pelo critério de competência, a dívida total líquida do setor público (DLSP) representa o valor total dos débitos assumidos pelos governos federal (inclusive Banco Central, portanto a base monetária), estadual e municipal e suas empresas junto às pessoas físicas e jurídicas residentes no próprio país, descontando o valor dos créditos do governo. São considerados os volumes mensais divulgados pelo BCB.

3.5.16 Emissão de certificados de ações na captação de recursos no exterior

As empresas brasileiras de capital aberto, com a Resolução n.º 1927, de 15 de maio de 1992, do Conselho Monetário Nacional, tiveram permissão para captar recursos no exterior por meio de um instrumento financeiro chamado *depository receipts*. A negociação desses certificados ocorre no exterior, após aprovação do respectivo programa no Brasil, pelo Banco Central e pela CVM, e no exterior, pelas autoridades competentes. Desse modo, os *American Depository Receipts* – ADRs são certificados emitidos por bancos norte-americanos, lastreados em ações de empresas sediadas fora dos Estados Unidos, servindo como mecanismo para que investidores americanos possam diversificar seus investimentos em empresas não-americanas. São utilizadas as informações mensais fornecidas pela CVM sobre a emissão de certificados de ações na captação de recursos externos, pelas empresas brasileiras, por meio de ADRs. Utiliza-se uma variável *dummy* para medir o efeito dessa captação de recursos sobre o mercado de capitais nacional, assumindo zero para os meses em que não houve emissão e um para os meses em que tenha havido.

3.6 Variáveis de controle

De acordo com Lakatos e Marconi (2004, p. 198), a variável de controle torna-se importante “na investigação de situações complexas, quando se sabe que em um efeito não se tem apenas uma causa, mas pode sofrer influências de vários fatores”. As autoras definem variável de controle como aquele “fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositadamente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente”.

No sentido de administrar a influência tanto nas variáveis dependentes como nas variáveis explicativas, foi selecionada, para variável de controle, a capitalização bursátil do mercado.

O valor de mercado das empresas com ações negociadas na BOVESPA, que representa a capitalização bursátil, é calculado com base na quantidade das ações possuídas pelas empresas, multiplicando-se pelo seu valor de mercado. Os valores mensais referentes à capitalização do mercado foram obtidos da BOVESPA.

3.7 Recursos Estatísticos e tratamento dos dados

Como recomendado para os estudos que procuram investigar a possível relação entre os fenômenos de natureza quantitativa, este trabalho faz uso da técnica de regressão linear, com base nos modelos assumidos para explicar o mercado de capitais como função de determinadas variáveis macroeconômicas e da governança corporativa.

3.7.1 Análise de regressão linear múltipla

A utilização da análise de regressão linear tem por objetivo encontrar, ou não, relação entre um fenômeno objeto de estudo, considerado como variável dependente, e as variáveis independentes assumidas para explicá-lo. Para verificar a relação entre as variáveis macroeconômicas, acrescida da governança corporativa, com o mercado de capitais brasileiro, será utilizada a regressão linear múltipla que, segundo Hair Jr. *et al.* (2005), é uma técnica de análise multivariada de dependência entre as variáveis.

O modelo de análise de regressão linear múltipla, segundo Stevens (2002), pode ser dado tal como se encontram as expressões (7) e (8), respectivamente:

$$Y = \beta * X + \varepsilon, e \quad [7]$$

$$\hat{Y} = \beta * X \quad [8]$$

em que:

Y : vetor da variável dependente (ou de resposta), com $y_i (i = 1, n)$ representando seu valor em cada observação;

X : matriz das variáveis independentes, com $x_i (i = 1, n)$ representando seu valor em cada observação e $x_0 = 1$;

β : vetor de coeficientes, sendo $\beta_j, (j = 0, k)$ os valores a serem estimados;

\hat{Y} : vetor da variável dependente (ou de resposta) com $\hat{y}_i (i = 1, n)$ representando o valor calculado depois de estimados os parâmetros β em cada observação;

ε : vetor dos termos de erro, sendo $e_i (i = 1, n)$ o termo de erro referente a cada observação,

$e_i = y_i - \hat{y}_i$;

n : número de casos ou observações;

k : número de variáveis independentes, sendo $k + 1$ o número de coeficientes a serem estimados.

As estimativas serão feitas pelo método dos mínimos quadrados que, segundo Hair Jr. *et al.* (2005), devem atender aos pressupostos de linearidade do fenômeno medido, variância constante dos termos de erro, independência dos termos de erro e normalidade da distribuição dos termos de erro.

▪ **Verificação dos pressupostos**

Alguns pressupostos são requeridos para que os dados possam ser processados ao utilizar a análise de regressão linear múltipla, sendo a ausência de correlação um dos mais importantes para que os parâmetros estimados não sejam enviesados. O teste de hipótese de Durbin-Watson, segundo Pestana e Gageiro (2000), é usado na análise da independência dos termos de erro, ou autocorrelação serial de primeira ordem. Na interpretação do resultado do teste, segundo os autores, para valores próximos de 2, não existe autocorrelação dos resíduos; para valores próximos de 0, significa uma autocorrelação positiva; e para valores próximos de 4, existe uma autocorrelação negativa.

Para Hair Jr. *et al.* (2005), a suposição mais fundamental em análise multivariada é a normalidade da distribuição, sendo utilizados vários testes estatísticos para validá-la. Os testes, dependendo das prerrogativas assumidas acerca da distribuição dos incrementos, podem ser classificados em paramétricos e não-paramétricos. Os testes paramétricos, de acordo com Bruni (2002, p. 77), são caracterizados pela exigência de suposições sobre a natureza ou forma da população envolvida, como os testes de assimetria e curtose. Já os testes não-paramétricos não assumem qualquer condição quanto à distribuição da variável sob análise, sendo, muitas vezes, denominados testes livres de distribuição. Na presente pesquisa, para verificar a distribuição dos dados, é usado o teste não-paramétrico do Qui-quadrado, disponível no pacote estatístico SPSS.

Um outro pressuposto que deve ser observado no modelo de regressão linear múltipla é a ausência de forte relação entre as variáveis explicativas, fenômeno conhecido como multicolinearidade. Segundo Hair Jr. *et al.* (2005), quando isso acontece, a separação dos efeitos individuais de cada variável se torna mais difícil, pois a determinação da contribuição de cada uma delas se torna mais complicada, uma vez que os resultados se apresentam misturados ou confusos. Deve-se considerar, nesses casos, a possibilidade de exclusão de

variáveis. Conforme sugerido por Gujarati (2000, p. 337), para medir a multicolinearidade, é utilizado o Fator Inflação da Variância (FIV).

Quando as variáveis de erro deixam de apresentar variância constante, ocorre a violação da homocedasticidade, pressuposto que tornaria os parâmetros eficientes. Segundo Pestana e Gageiro (2000), deve-se, por um lado, observar as relações entre os resíduos estudantizados e os resíduos padronizados e, por outro, entre os resíduos padronizados e os valores estimados da variável dependente. De acordo com os autores, a análise gráfica e os resíduos devem apresentar uma amplitude aproximada em relação à abscissa para não se rejeitar a hipótese de homocedasticidade. Para verificar a ausência de heterocedasticidade, é usado o teste de hipóteses de Breusch-Godfrey (BG).

▪ Testes estatísticos

Segundo Pestana e Gageiro (2000), a função do teste F -Fisher é validar, em termos globais, o modelo, e não cada um dos parâmetros isoladamente. A avaliação da significância geral do modelo obtido pode ser feita com base no coeficiente de determinação R^2 , o quociente entre a soma de quadrados da regressão e a soma total de quadrados (HAIR JR. *et al.*, 2005). Segundo os autores, a soma dos quadrados dos erros (SSE) refere-se à soma dos erros de previsão (resíduos) ao quadrado em todas as observações, sendo usada para registrar a variação, ainda não explicada pelo modelo de regressão, da variável dependente. Acrescentam que se a soma dos quadrados dos erros (SSE) representa uma medida de nossos erros de previsão, também devemos conseguir determinar uma medida de nosso sucesso de previsão, podendo ser chamada de soma dos quadrados de regressão (SSR). Obtém-se a soma total dos erros (TSS) pela adição desses dois valores. As equações (9), (10), (11), (12) e (13), respectivamente, encontram-se evidenciadas a seguir:

$$TSS = \sum_{i=1}^n \left(y_i - \bar{y} \right)^2, \quad [9]$$

$$SSE = \sum_{i=1}^n \left(y_i - \hat{y}_i \right)^2, \quad [10]$$

$$SSR = \sum_{i=1}^n \left(\hat{y}_i - \bar{y} \right)^2, \quad [11]$$

$$\sum_{i=1}^n \left(y_i - \bar{y} \right)^2 = \sum_{i=1}^n \left(y_i - \hat{y}_i \right)^2 + \sum_{i=1}^n \left(\hat{y}_i - \bar{y} \right)^2 \text{ e} \quad [12]$$

$$R^2 = \frac{SSR}{TSS} = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2} \quad [13]$$

em que \bar{y} representa a média de todas as observações, y_i , o valor da observação individual i e \hat{y}_i , o valor previsto da observação i . Assim, um modelo de alta qualidade de predição terá coeficiente R^2 muito próximo de 1, indicando que o valor previsto é muito próximo do valor observado.

Pestana e Gageiro (2000) sugerem ainda o cálculo do R^2 ajustado, R_a^2 , devido à influência que a dimensão da amostra e à dispersão existente que os dados exercem sobre o R^2 , sendo este uma medida otimista da qualidade do ajustamento feito. O R_a^2 é dado por meio da expressão (14).

$$R_a^2 = R^2 - \frac{k * (1 - R^2)}{n - k - 1} \quad [14]$$

Portanto, busca-se testar a hipótese de que R^2 seja maior que zero, pois assim a variação explicada pelo modelo de regressão será maior que a variação explicada pela média. Para esse teste, segundo Hair Jr. *et al.* (2005), utiliza-se a razão F -Fisher, que pode ser calculada com base no coeficiente de determinação. De acordo com Stevens (2002), a expressão que estima a estatística F -Fisher pode ser vista em (15).

$$F = \frac{R^2 / k}{(1 - R^2) / (n - k - 1)} \quad [15]$$

Além do teste global do modelo, pela estatística F -Fisher, deve-se verificar a significância dos coeficientes de regressão. Segundo Hair Jr. *et al.* (2005), esses testes permitem assegurar, com significância estatística, que os coeficientes estimados sejam de fato diferentes de zero. De acordo com Pestana e Gageiro (2000), são submetidas a testes as hipóteses nulas de inexistência de uma relação linear entre a variável independente e cada uma das variáveis dependentes. O valor de t -student é dado por meio da expressão (16).

$$t_j = \frac{\beta_j}{s_{\beta_j}} \quad [16]$$

em que:

β_j : valor do coeficiente estimado no modelo ($j=0,k$)

s_{β_j} : desvio padrão da estimativa β_j ($j=0,k$)

Desse modo, como indicativo da linearidade, para um dado nível de significância, testa-se a hipótese de que os coeficientes estimados para as variáveis independentes sejam diferentes de zero.

Uma vez aceitas as estimativas dos coeficientes, avalia-se, por fim, a importância relativa das variáveis independentes na determinação da variável dependente. Recomenda-se, segundo Hair Jr. *et al.* (2005), a utilização de coeficientes padronizados, o *beta*, pois elimina-se o problema de lidar com diferentes unidades de medida, evidenciando o impacto relativo sobre a variável dependente, além de determinar qual variável tem maior participação.

Em resumo, os testes de hipóteses a serem realizados terão por finalidade comprovar a validade dos modelos estatísticos selecionados para explicar o comportamento do mercado de capitais, assumido como variável dependente, em face de determinadas variáveis macroeconômicas e da governança corporativa. No entanto, antes de realizar as regressões assumidas nos modelos, é preciso analisar o comportamento das séries e, se for o caso, transformá-las, para evitar correlacionamentos espúrios.

3.7.2 Transformações de séries temporais

Para amenizar a existência de tendências, como o acréscimo da variância da série (ou de suas diferenças) à medida que o tempo passa, sugere-se, para a maioria das séries financeiras, uma transformação logarítmica, conforme Morettin e Tolo, 2004, p. 8 (apud ROGERS, 2006). Ressaltam ainda os autores (2004, p. 9) que “uma outra razão para efetuar transformações é obter uma distribuição para os dados mais simétrica e próxima da normal”.

Segundo Rogers (2006), a necessidade de transformação logarítmica de uma série pode ser identificada por meio de um gráfico, que traz, no eixo das abscissas, médias de subconjuntos de observações da série original e, no eixo das ordenadas, uma medida de variação (amplitude ou desvio-padrão). Conforme o autor, se a medida de variação não depender da média, obtêm-se pontos espalhados ao redor de uma reta paralela ao eixo das abscissas e, nesse caso, não há necessidade de transformação. Por outro lado, se a medida de variação for relacionada com a média, a transformação logarítmica é apropriada.

Outro pressuposto, na análise estatística de séries temporais, é o de que elas sejam estacionárias, ou seja, que se desenvolvam no tempo aleatoriamente ao redor de uma média constante, refletindo alguma forma de equilíbrio estável. Esse comportamento, no entanto, nem sempre acontece, pois como observam Morettin e Tolo, 2004, p. 4 (apud ROGERS,

2006), “a maior parte das séries que encontramos na prática apresentam alguma forma de não-estacionariedade”, o que vem a exigir alguma transformação para que se tornem estacionárias.

Stock e Watson, 2004 (apud LAMOUNIER *et al.*, 2006), lembram que a não estacionariedade das séries, sobretudo pela presença de tendências estocásticas (aleatórias ao longo do tempo), podem levar a interpretações errôneas dos coeficientes uma vez que a distribuição de freqüências divergirá da normalidade.

Para contornar esse problema (a não estacionariedade das séries), a transformação mais comum, segundo Rogers (2006), consiste em tomar diferenças sucessivas da série original, até se obter uma série estacionária. A primeira diferença de $X(t)$ é definida por meio da expressão (17).

$$\Delta X(t) = X(t) - X(t-1) \quad [17]$$

A segunda diferença é dada por meio da expressão (18).

$$\Delta^2 X(t) = \Delta[\Delta X(t)] = \Delta[X(t) - X(t-1)] \quad [18]$$

De acordo com Morettin e Tolo (2004, p. 4), em situações normais, toma-se uma ou duas diferenças para que a série se torne estacionária. Entretanto, quando uma série $X(t)$ apresenta um comportamento sazonal, como é o caso da série de Produção Física Industrial, torna-se necessária a aplicação de um operador de diferença sazonal. Para uma série com periodicidade mensal e com uma sazonalidade anual (12 meses), o operador de diferença é definido por intermédio da expressão (19).

$$\Delta_{12}^D X(t) = [X(t) - X(t-12)]^D \quad [19]$$

em que D indica o número de “diferenças sazonais”.

No entanto, antes de proceder à diferenciação das séries, uma análise gráfica e testes de raízes unitárias, tais como Dickey-Fuller (DF), Dickey-Fuller Aumentado (ADF), Phillips-Perron (PP) e Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS), devem ser aplicados às séries originais e em diferenças para testar a hipótese de estacionariedade (ROGERS, 2006).

3.7.3 Testes de hipóteses de raiz unitária

Segundo Bruni (2002, p. 84), o teste de raiz unitária consiste em um conjunto de procedimentos alternativos para a análise de processos eventualmente caracterizados pela presença de rumo aleatório. Pode ser representado pelo modelo denotado em (20):

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad [20]$$

em que u_t : erro estocástico de média zero, variância σ^2 constante, não autocorrelacionado.

A equação anterior se refere a uma regressão de primeira ordem, AR (1), pois o valor de Y no instante t está regredido contra o valor de Y no instante $t-1$. Se o coeficiente de Y_{t-1} for igual a 1, o processo torna-se caracterizado pelo problema da raiz unitária, revelando a existência de uma série não estacionária.

Quando o coeficiente ρ da equação $Y_t = \rho.Y_{t-1} + u_t$ é igual a um, diz-se que a variável estocástica Y tem uma raiz unitária. No estudo de séries temporais, uma série com raiz unitária é conhecida como série temporal de rumo aleatório – exemplo de série temporal não estacionária.

Segundo Bruni (2002, p. 85), a equação anterior pode ser representada com base nas expressões (21), (22) e (23), respectivamente.

$$\Delta Y_t = (p-1)Y_{t-1} + u_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad [21]$$

onde:

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} \quad [22]$$

$$(p-1) = \delta \quad [23]$$

Δ = operador de primeira diferença.

A hipótese nula empregada no teste de rumo aleatório estabelece $\delta = 0$. Ao admitir esse fato como verdadeiro, tem-se $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = u_t$. Essa equação revela que as primeiras diferenças de uma série temporal com caminho aleatório equivalem a uma série temporal estacionária, pois, com base nas hipóteses anteriormente assumidas, u_t é puramente aleatório.

De acordo com Bruni (2002), quando uma série temporal é diferenciada uma vez, a série diferenciada encontrada é estacionária, diz-se que a série original com caminho aleatório é integrada de ordem 1, indicada por I(1). Quando a série original precisa ser diferenciada duas vezes – extraíndo-se a primeira diferença da primeira diferença – antes de se revelar estacionária, diz-se que a série original é integrada de ordem 2, ou I(2). Quando uma série temporal precisa ser diferenciada d vezes para se revelar estacionária, diz-se que ela é integrada de ordem d , ou I(d).

A ordem da integração corresponde ao número de raízes unitárias contidas na série, ou o número de operações diferenciais necessárias para tornar a série estacionária. Em um processo caracterizado por rumo aleatório, existe apenas uma raiz unitária, sendo uma série do tipo I(1).

Em síntese, para verificar se há a necessidade de transformação das séries, aplica-se o teste de raiz unitária que, apesar da existência de inúmeros testes, acabam recaindo sobre os de Dickey Fuller e de Phillips-Perron.

▪ **O teste de hipóteses de Dickey-Fuller (DF)**

Bruni (2002) recomenda, para avaliar se uma série é ou não estacionária, aplicar a regressão $Y_t = \rho \cdot Y_{t-1} + u_t$, verificando se $\hat{\rho}$ é, estatisticamente, igual a 1 ou utilizar a equação equivalente $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$, constatando se δ é, estatisticamente, igual a 0. Nessas condições, porém, o valor da estatística t obtido não segue a distribuição t de *Student*, mesmo em amostras grandes.

Foi estabelecido por Gujarati (1999, p. 725), segundo Bruni (2002, p. 86), que sob a hipótese nula de que $\rho = 1$, a estatística t calculada é, convencionalmente, conhecida como estatística τ (tau). Os valores críticos de τ foram tabulados por Dickey e Fuller (1979), com base em procedimentos de simulação no método de Monte Carlo. Em homenagem a eles, o teste τ é conhecido como teste de hipóteses de Dickey-Fuller (DF). Conforme Bruni (2002), mais recentemente, os cálculos de Dickey e Fuller (1979) vêm sendo aprimorados, especialmente por Mackinnon (1991).

Como a hipótese nula estabelece que $\rho = 1$, sua rejeição indica uma série estacionária. Quando o valor absoluto de τ ($|\tau|$) exceder os valores críticos absolutos τ de DF ou de Mackinnon-DF, não é possível rejeitar a hipótese de que a série temporal seja estacionária. Por outro lado, se τ calculado for menor que o valor crítico, a série temporal é considerada não estacionária.

Segundo Bruni (2002), o teste de hipóteses de Dickey-Fuller, um dos mais empregados para análises de raízes unitárias, costuma ser aplicado a regressões, representadas matematicamente tal como se encontram em (24), (25) e (26), respectivamente.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad [24]$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t \quad [25]$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t \quad [26]$$

onde:

t : variável tempo ou tendência.

A hipótese nula, para os três casos apresentados nas três equações anteriores, consiste em $\delta = 0$, o que significa existir uma raiz unitária. A diferença entre a primeira equação, $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$, e as demais é resultante da inclusão da constante e do termo de tendência.

Se o termo de erro u_i for autocorrelacionado, deve-se aplicar o teste aumentado de Dickey-Fuller (ADF). A equação ($\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t$) transforma-se na expressão (27).

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad [27]$$

Bruni (2002, p. 87), ao ressaltar que $\Delta Y_{t-1} = (Y_{t-1} + Y_{t-2})$, $\Delta Y_{t-2} = (Y_{t-2} + Y_{t-3})$, ..., afirma que a equação anterior emprega termos de diferenças defasados, cujo número de termos deve ser determinado empiricamente, de forma que o termo de erro na equação anterior seja serialmente independente. A estatística do teste ADF tem a mesma distribuição assintótica de DF, o que permite o uso dos mesmos valores críticos, calculados por Mackinnon (1991).

No que se refere à tendência e integração dos dados, deve-se ressaltar ainda que, trabalhos mais recentes, como os de Pindyck e Rubinfeld (1998), Johansen (1988, 1991) e Johansen e Juselius (1990), têm demonstrado a necessidade de testes de cointegração para averiguar o comportamento das séries no longo prazo. Entretanto, essa exigência leva em conta a quantidade de informações (elevado número de observações) envolvidas na análise. Como o número de observações (144 meses) usado para este estudo não se encaixa nessa perspectiva, opta-se por não considerar tais requisitos.

3.7.4 Classificação da pesquisa com base no tratamento dos dados

Segundo Gil (1994), em relação aos procedimentos técnicos, a pesquisa desenvolvida enquadra-se como *ex post facto*, pois a experimentação é feita após a ocorrência dos fatos, não havendo controle do pesquisador sobre as variáveis. Nessa perspectiva, as situações reais – no presente estudo, o comportamento do mercado de capitais em face de fatores macroeconômicas e da governança corporativa – são tomadas como experimentais, trabalhando-se sobre elas como se houvesse controle das variáveis. Para Gil (1987, p. 55), apesar de, rigorosamente, não se tratar de um experimento “[...] os procedimentos lógicos de delineamento *ex post facto* são semelhantes aos dos experimentos propriamente ditos”.

Quanto à estrutura dos dados, Wooldridge (2002) oferece uma classificação em duas categorias. A primeira delas, em *cross-sectional*: os dados se referem a variáveis de diversos indivíduos, ou casos, coletados num determinado ponto na escala de tempo. A segunda categoria, em séries temporais: consiste na observação de uma variável, ou caso, e suas alterações ao longo do tempo.

É possível, na primeira situação, buscar a independência dos casos por meio da amostragem randômica, por exemplo. Já nas séries temporais, dificilmente se consegue independência nas observações.

A combinação de amostras *cross-sectional*, oriundas de períodos distintos, é denominada, por Wooldridge (2002), *pooled cross-section*. Segundo o autor, nesse caso, analisa-se como se fosse um *cross-sectional* padrão, a não ser que se tenha a necessidade de se levar em consideração as diferenças das variáveis no tempo. Além do aumento do tamanho da amostra, outra vantagem de uma *pooled cross-section* é a possível observação de alterações que um relacionamento chave tem ao longo do tempo.

Já os dados em painel, segundo Wooldridge (2002), também denominados dados longitudinais, consistem na combinação de séries de tempo de cada caso ou indivíduo componente da *cross-sectional*.

Assim, a principal diferença entre o painel e a estrutura *pooled cross-section* é que, naquele, o mesmo grupo de casos é acompanhado ao longo do tempo, ao passo que, nesta, os casos podem diferir ao longo do tempo. Wooldridge (2002) sugere ainda o uso de variáveis *dummy* para controlar o ano de ocorrência do evento, na avaliação de alterações relativas a datas diferentes ou, até mesmo, que se realizem dois experimentos em separado, comparando-se os resultados.

3.8 Modelo da Pesquisa

Um modelo de pesquisa pode ser apresentado sob duas óticas: uma por meio de um modelo esquemático, que visa facilitar a visualização sintética da proposta de trabalho, e outra, como modelo(s) estatístico(s), que objetiva subsidiar as análises a serem empreendidas (ROZO, 2003, p. 82).

3.8.1 Modelo esquemático

No Quadro 17, espera-se que:

- a variável explicativa EGC esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H1. Assim, espera-se que o incremento no número de empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa a partir de junho/2001 tenha trazido impactos positivos ao mercado de capitais;
- a variável taxas de juros JUR esteja negativamente relacionada com o comportamento do mercado de capitais, conforme hipótese H2. Dessa forma, presume-se que, nos períodos em que haja registros de diminuições nas taxas de juros, ocorram aumentos no desempenho do mercado de capitais;
- a variável taxas de inflação INFL esteja negativamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H3. Assim, espera-se que, nos períodos em que haja registros de aumentos nas taxas de inflação, sejam acompanhadas de diminuições no desempenho do mercado de capitais;
- a variável taxas de câmbio CAMB esteja negativamente relacionada com o comportamento do mercado de capitais, segundo hipótese H4. Desse modo, espera-se que, nos períodos em que haja registros de aumentos nas taxas de câmbio, ocorram reduções no desempenho do mercado de capitais;
- a variável taxas de risco-país RISB esteja negativamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H5. Assim, espera-se que, nos períodos de instabilidade política, com acréscimos no risco-país, haja diminuição no desempenho do mercado de capitais;
- a variável produção industrial PROD esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H6. Portanto, é esperado que incrementos no nível da produção física industrial do IBGE promovam acréscimos no desempenho do mercado de capitais;
- a variável desempenho do mercado de capitais norte-americano DJ esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H7. Desse modo, espera-se que aumentos no índice *Dow Jones*, da NYSE, tenham impactos positivos no desempenho do mercado de capitais brasileiro;
- a variável desempenho do mercado de capitais internacionais SP esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais doméstico,

conforme hipótese H8. Dessa forma, é esperado que aumentos no índice S&P 500, da Standard & Poors, promovam impactos positivos no desempenho do mercado de capitais brasileiro;

- a variável volume líquido de Investimentos Estrangeiros no Brasil IED esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H9. Espera-se, portanto, que aumentos nos volumes líquidos de Investimento Estrangeiro Direto – IED tragam impactos positivos ao desempenho do mercado de capitais nacional;
- a variável fluxo líquido de Investimentos Estrangeiros em bolsa INVB esteja positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H10. É esperado, assim, que aumentos no volume líquido de Investimentos Estrangeiros em portfolio para a bolsa de valores, possam alavancar o mercado de capitais brasileiro;
- a variável endividamento público DLSP esteja negativamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H11. Desse modo, espera-se que aumentos no volume da dívida líquida do setor público afetem negativamente o desempenho do mercado de capitais;
- a variável captação de recursos no exterior por empresas brasileiras EMEX esteja negativamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais, conforme hipótese H12. Assim, espera-se que emissões de ADRs – *American Depositary Receipts*, para captação de recursos no exterior, estimulando a fuga de investidores nacionais para a bolsa da NYSE, prejudiquem o desempenho do mercado de capitais brasileiro, afetando-o negativamente.

Variáveis explicativas	Sinal dos coef. esperados	Hipóteses	Influenciando...	Variáveis dependentes
EGC	Positivos	H1	-----→	IBOV IBrX LIQM
JUR	Negativos	H2	-----→	
INFL	Negativos	H3	-----→	
CAMB	Negativos	H4	-----→	
RISB	Negativos	H5	-----→	
PROD	Positivos	H6	-----→	
DJ	Positivos	H7	-----→	
SP	Positivos	H8	-----→	
IED	Positivos	H9	-----→	
INVB	Positivos	H10	-----→	
DLSP	Negativos	H11	-----→	
EMEX	Negativos	H12	-----→	

QUADRO 17 – As Hipóteses e os sinais dos coeficientes esperados

NOTAS:

1) O desempenho do mercado de capitais, como variável dependente, é representado pelo:

IBOV = logaritmo natural do índice Ibovespa da Bolsa de Valores de São Paulo;

IBrX = logaritmo natural do índice Brasil, que mede as 100 ações mais negociadas na BOVESPA;

LIQM = logaritmo natural da liquidez do mercado.

2) As variáveis explicativas são representadas por:

EGC = acréscimo no número de empresas aos segmentos especiais de governança corporativa;

JUR = logaritmo natural das taxas de juros *Selic*;

INFL = logaritmo natural das taxas de inflação, IGP-M;

CAM = logaritmo natural das taxas de câmbio;

RISB = logaritmo natural do *spread* do *C bond*;

PROD = logaritmo natural da produção física do IBGE;

DJ = logaritmo natural do índice Dow Jones;

SP = logaritmo natural do índice S&P 500;

IED = logaritmo natural do saldo líquido do Investimento Estrangeiro Direto;

INVB = logaritmo natural do fluxo líquido do investimento em bolsa;

DLSP = logaritmo natural do volume da dívida líquida do setor público;

EMEX = mês em que houve emissão de certificado de ações (ADRs), por empresas brasileiras.

3) As hipóteses formuladas são:

H1: A adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa está positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais;

H2: As taxas de juros estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais;

H3: As taxas de inflação estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais;

H4: As taxas de câmbio estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais;

H5: As taxas de risco-país estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais;

H6: O nível da produção industrial está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais;

H7: O desempenho do mercado de capitais norte-americano está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro;

H8: O desempenho do mercado de capitais internacionais está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro;

H9: O volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto no Brasil está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico;

H10: O fluxo líquido de Investimento Estrangeiro em bolsa no Brasil está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro;

H11: O nível de endividamento do setor público está negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais nacional;

H12: O volume de captação de recursos próprios no exterior por empresas brasileiras está negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico.

3.8.2 Modelos estatísticos

Os modelos estatísticos, para tratamento dos dados coletados, fazem uso da técnica de análise de regressão linear múltipla com o emprego do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e MQO com erros padrões robustos à heterocedasticidade dos resíduos. Assim, este trabalho faz uso de análise econométrica de dados em séries temporais, buscando a validação da prova científica a partir de testes de hipóteses, níveis de significância e sistematização das definições operacionais.

Para atingir o objetivo da presente pesquisa, que é analisar o comportamento do mercado de capitais frente às variáveis econômicas selecionadas, bem como à governança corporativa, para o período de julho/1995 a junho/2007, com um total de cento e quarenta e quatro observações, são escolhidos os seguintes modelos econométricos, especificados a partir das equações (32), (33) e (34), respectivamente:

$$\Delta \log IBOV = \beta_1 + \beta_2 \Delta \log JUR_t + \beta_3 \Delta \log INFL_t + \beta_4 \Delta \log CAMB_t + \beta_5 \Delta \log RISB_t + \beta_6 \Delta \log PROD_t + \beta_7 \Delta \log DJ_t + \beta_8 \Delta \log SP_t + \beta_9 \Delta \log IED_t + \beta_{10} \Delta \log INVB_t + \beta_{11} \Delta \log DLSP_t + \beta_{12} EGC(d) + \beta_{13} EMEX(d) + u_t \dots\dots\dots[32]$$

$$\Delta \log IBrX = \beta_1 + \beta_2 \Delta \log JUR_t + \beta_3 \Delta \log INFL_t + \beta_4 \Delta \log CAMB_t + \beta_5 \Delta \log RISB_t + \beta_6 \Delta \log PROD_t + \beta_7 \Delta \log DJ_t + \beta_8 \Delta \log SP_t + \beta_9 \Delta \log IED_t + \beta_{10} \Delta \log INVB_t + \beta_{11} \Delta \log DLSP_t + \beta_{12} EGC(d) + \beta_{13} EMEX(d) + u_t \dots\dots\dots[33]$$

$$\Delta \log LIQM = \beta_1 + \beta_2 \Delta \log JUR_t + \beta_3 \Delta \log INFL_t + \beta_4 \Delta \log CAMB_t + \beta_5 \Delta \log RISB_t + \beta_6 \Delta \log PROD_t + \beta_7 \Delta \log DJ_t + \beta_8 \Delta \log SP_t + \beta_9 \Delta \log IED_t + \beta_{10} \Delta \log INVB_t + \beta_{11} \Delta \log DLSP_t + \beta_{12} EGC(d) + \beta_{13} EMEX(d) + u_t \dots\dots\dots[34]$$

onde:

Δ : operador de diferença de primeira ordem.

$u_t \approx N(0, \sigma^2)$: é um termo aleatório e o subscrito t refere-se ao período de tempo.

Esses três modelos são replicados para o período de junho/2001 a junho/2007, com um total de 73 meses, para tentar confirmar o efeito positivo, sobre o mercado de capitais, da implementação dos segmentos especiais de governança corporativa pela BOVESPA. Para esse segundo período, a variável governança corporativa deixa de ser usada como *dummy* e passa a ser aferida pelo acréscimo no número de empresas ingressantes nesses segmentos especiais da BOVESPA.

Capítulo IV

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta, na introdução, o teste de hipóteses das raízes unitárias das séries. Em seguida, proporciona a análise das estatísticas descritivas, assim como a análise da matriz de correlações. E, por último, com base nos modelos econométricos propostos, exhibe as regressões lineares estimadas, acompanhadas de suas respectivas análises.

4.1 Introdução

Conforme preconizado pela literatura, destacado na secção 3.7, as raízes unitárias das séries temporais, num total de quinze, antes de serem submetidas a qualquer procedimento de regressão, foram inicialmente testadas, com base em *Augmented Dickey Fuller*. Ressalte-se que as variáveis EGC e EMEX, por serem *dummies*, não foram submetidas a esse tratamento. A variável EGC é assumida como zero antes de junho de 2001 e um a partir dessa data, época em que tiveram início os segmentos especiais de governança corporativa na BOVESPA. Para a variável EMEX, também uma *dummy*, utiliza-se zero para os meses em que não houve emissão de recibo de ações (ADRs) pelas empresas brasileiras na captação de recursos externos e um para os meses em que isso tenha ocorrido.

A maioria das séries originais se mostrou não estacionária, com exceção da inflação (INFL), dos juros (JUR), da produção industrial (PROD), da liquidez de mercado (LIQM) e do investimento em bolsa (INVB). Graficamente, também é possível detectar certa tendência nas variáveis, comportamento comum às séries temporais, conforme se encontra na Figura 4.

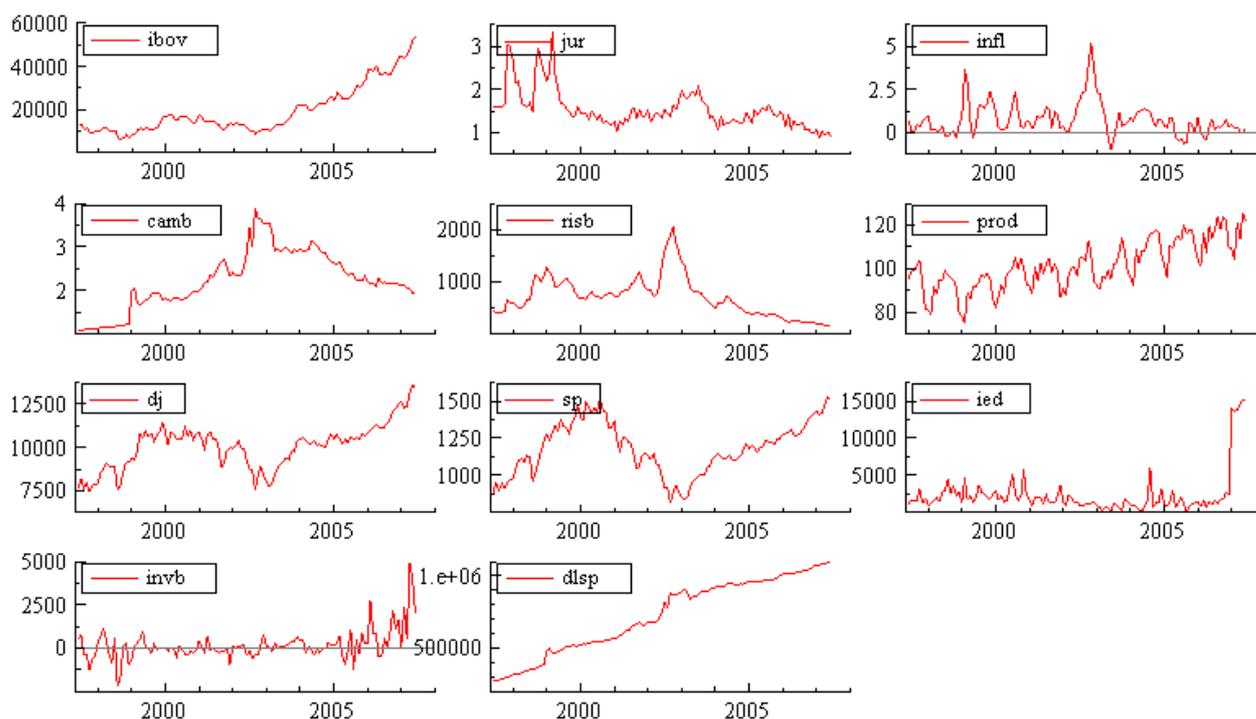


FIGURA 4 – Séries originais

FONTE: extraído do *software* PcGive, versão 10.0.

Assim, para aquelas séries não estacionárias, no sentido de estabilizá-las, foram transformadas em primeira diferença. Os testes de hipóteses ADF, originais e em primeira diferença, são mostrados na Tabela 1. Destaque-se que os valores críticos, para 5% e 1%, são respectivamente -3,445 e -4,031.

TABELA 1 – Teste de Hipóteses de raízes unitárias das séries

Variável	Teste Dickey-Fuller Aumentado	
	Original	Primeira diferença
CAMB	-0,30129	-8,2827
CAPM	-2,0732	-9,6266
DJ	-1,7534	-7,4994
DLSP	-2,0007	-12,913
EGCh	-3,7417	-11,610
IBOV	-0,8948	-9,0783
IED	-2,0808	-15,082
IBRX	-1,5404	-9,3671
INFL	-4,2278	-
INVB	-7,1331	-
JUR	-4,2523	-
LIQM	-5,8625	-
PROD	-5,7343	-
RISB	-1,4693	-7,1184
SP	-1,5543	-7,0359
VOLN	-0,7505	-16,221

FONTE: extraído do *software* PcGive, versão 10.0.

Agora, com a transformação das séries em primeira diferença, já é possível, graficamente, observar a estacionariedade delas, conforme evidencia a Figura 5.

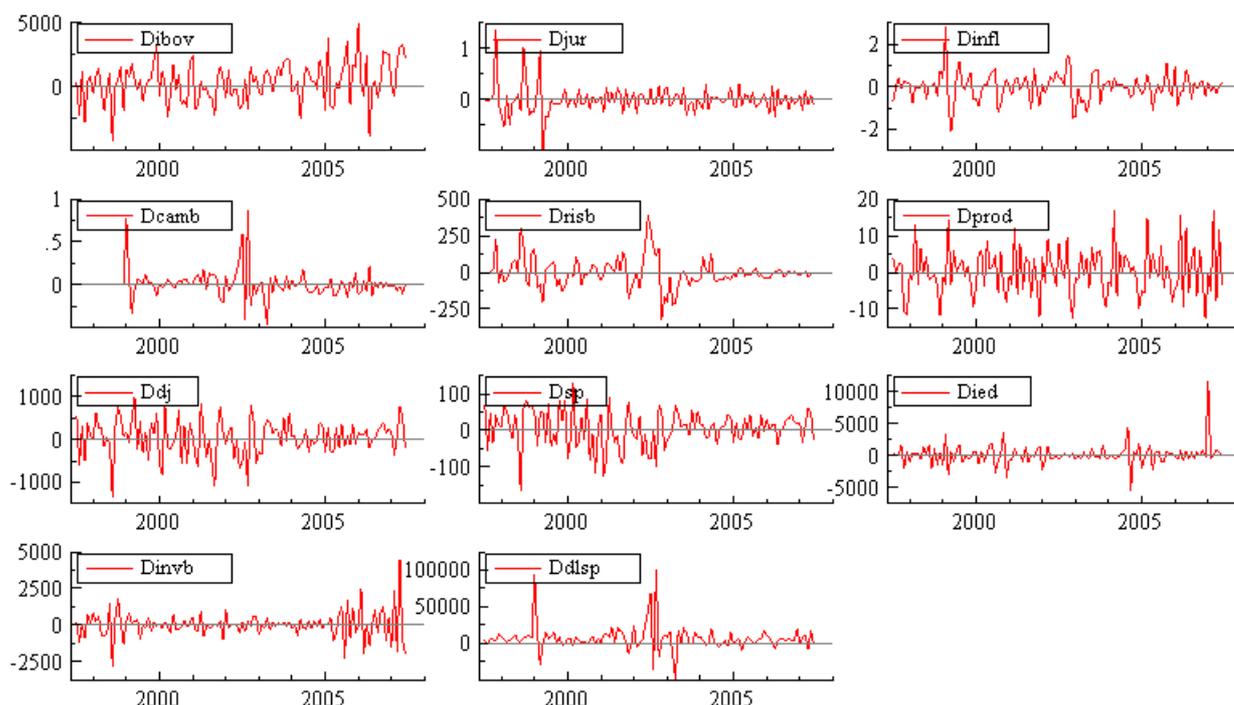


FIGURA 5 – Séries transformadas

FONTE: extraído do *software* PcGive, versão 10.0.

4.2 Estatísticas descritivas

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas das três variáveis dependentes assumidas neste estudo para representar o mercado de capitais brasileiro (IBOV, IBRX, LIQM), bem como a variável de controle CAPM, além das outras dez variáveis não *dummies* utilizadas na presente pesquisa (CAMB, DJ, DLSP, IED, INFL, INVB, JUR, PROD, RISB, SP).

Apesar das ligeiras quedas registradas em 1999 e 2003, a variável IBOV, que representa o índice Ibovespa, tem se mantido em curva ascendente. Essa tendência é confirmada nos indicadores mínimo, registrado em julho/1995, e máximo, consignado em junho/2007, respectivamente 3.876 e 53.570 pontos, primeiro e último mês da amostra. A média para o período foi de 17.208 pontos. Como reflete, em linhas gerais, o mesmo comportamento do Ibovespa, a variável IBRX, representante do índice Brasil, também manteve a mesma tendência. Registrou, no início e no final do período, 907 e 17.278 pontos, com média de 4.683 pontos.

A variável CAPM, que representa a capitalização de mercado, ou seja, o valor de mercado das empresas, que alimenta os índices Ibovespa e IBrX, flutuou da mesma maneira, embora o valor mínimo, de R\$ 143,2 milhões, tenha permanecido praticamente por todo o

segundo semestre de 2005. Já o valor máximo de mercado das empresas foi registrado em junho/2007, R\$ 1.970 bilhões. A média observada no período foi de R\$ 562,1 milhões.

As taxas de juros, sintetizadas na variável JUR, sofreram fortes oscilações no período. Em bases mensais, o menor índice, 0,87%, é registrado em fevereiro/2007, e o maior, 4,02%, justamente no primeiro mês da amostra, julho/1995. A média do período ficou em torno de 1,66%. Da mesma forma, com dados extremos, a variável INFL, que representa as taxas mensais de inflação, registra seu mais baixo nível em julho/2003, com deflação de 1%. Já o maior índice, 5,19%, é verificado em novembro/2002. A média contabilizada no período ficou em torno de 0,77%.

A variável CAMB, representante das taxas médias do Real em relação ao Dólar americano, também oscilou ao sabor das intempéries macroeconômicas. A menor taxa, de R\$ 0,93, época em o Real estava apreciado em relação ao dólar, foi registrada em julho/1995. Já a maior taxa, R\$ 3,81, é registrada em outubro/2002, período que antecedeu as eleições presidenciais. Curiosamente, a média do período, R\$ 2,02, é menor do que taxa de junho/2007, R\$ 1,93. Outro indicador que é sensível às instabilidades econômicas, o risco-país, refletida na variável RISB, também registra um pico, 2.052 pontos, no período pré-eleitoral, para cair para o nível mais baixo, 147 pontos, em junho/2007. A média do período situa-se a 707 pontos.

Já a produção física industrial do IBGE, que foi eleita para representar a variável PROD, sofre as influências dos períodos de recessão e crescimento econômicos. Desde 1995 até meados de 1996 esteve em escala descendente, apesar de subir ligeiramente entre 2000 e 2002. Porém, a partir de 2003, manteve-se em curva ascendente.

De forma muito similar ao mercado nacional, refletidos no IBOV e no IBrX, os mercados internacionais, representados pelas variáveis DJ, índice Dow Jones, e o SP, índice da Standard & Poors 500, com exceção de 1999 e 2003, têm se mantido em curva ascendente. Tanto para o DJ como para o SP, o menor e o maior índice foram registrados em julho/95 e junho/2007, respectivamente. O DJ registra 4.646 e 13.518, respectivamente, com média no período de 9.358 pontos. Já o SP contabiliza 554 e 1.516, respectivamente, com média no período de 1.098 pontos.

As variáveis referentes ao capital externo, representadas pelos fluxos líquidos do investimento estrangeiro direto (IED) e pelo investimento estrangeiro em bolsa (INVB) também apresentaram acentuadas oscilações no período. O IED, que representa capital de risco, mas de fluxo mais constante, registrou o menor saldo líquido, US\$ 31 milhões, em setembro/2005, e o maior, US\$ 15 bilhões, em junho/2007, com média de US\$ 2,1 bilhões no

período. Já o INVB, capital investido na Bolsa de Valores, portanto, de natureza volátil, teve o menor saldo líquido, US\$ 2,2 bilhões negativos, em agosto/98, e o de maior volume, US\$ 4,9 bilhões, em abril/2007, com média de US\$ 211 milhões no período.

E, por último, a variável do endividamento público, DLSP, medida pela dívida líquida do setor público, praticamente se manteve de forma ascendente, com exceção de alguns períodos de 3 a 4 meses, em que ficou estacionada para, em seguida, retomar o seu ciclo de crescimento. O menor volume, R\$ 182 bilhões, ocorreu em julho/1995 e o maior, R\$ 1.096 trilhões, em maio/2007. A média registrada no período foi de R\$ 648 bilhões.

TABELA 2 – Estatísticas descritivas

Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
IBOV	144	3876,65	53580	17208,68097	11188,11224
IBRX	144	907,04	17278	4683,000625	3943,895772
CAPM	144	143201,087	1970813,726	562028,1329	414290,6251
VOLN	144	3895,825755	105211,3272	22313,06168	17748,69155
LIQM	144	0,022737824	0,146916038	0,041894872	0,016627141
JUR	144	0,8725	4,0231	1,661097917	0,568424458
INFL	144	-1	5,19	0,773611111	0,912350849
CAMB	144	0,9288	3,8059	2,022603472	0,757024138
RISB	144	147	2052,9091	707,7170354	362,102901
PROD	144	74,87	125,37	99,26708333	11,61271547
DJ	144	4646,81	13518,66	9358,496111	1987,170136
SP	144	554,575	1516,99	1098,971701	248,2293663
IED	144	31,2	15035,64	2150,304722	2743,48133
INVB	144	-2181,22	4944,52	211,6393056	841,4978709
DLSP	144	182599,38	1096721,4	647991,7101	295347,8643

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

Também foram realizados, com base no Qui-quadrado, os testes de normalidade na distribuição dos dados. Verifica-se, conforme a Tabela 3, que os dados de todas as séries apresentam distribuição normal. A única variável que não atende plenamente ao requisito da normalidade na distribuição é a produção (PROD) industrial do IBGE, cuja sazonalidade é influenciada pelos períodos de crescimento e recessão econômica.

TABELA 3 – Distribuição dos dados

Variáveis	Assimetria	Curtose	Qui 2	Probabilidade
IBOV	1.282.634	0.937095	93.543	0,0000
IBRX	1.437.254	1.059.624	150.33	0,0000
CAPM	1.450.950	1.360.485	127.99	0,0000
VOLN	2.116.684	4.978.047	189.62	0,0000
LIQM	2.596.121	11.274.844	123.94	0,0000
JUR	1.735.835	3.360.341	113.42	0,0000
INFL	1.618.458	4.396.564	52.795	0,0000
CAMB	0.138522	-0.939644	83.988	0,0150
RISB	0.983430	1.552.577	21.71	0,0000
PROD	0.220825	-0.538283	3.628	0,1630
DJ	-0.713924	-0.098317	23.984	0,0000
SP	-0.475935	-0.616121	16.221	0,0003
IED	3.644.874	13.351.618	991.82	0,0000
INVB	1.987.178	9.143.979	50.09	0,0000
DLSP	-0.068558	-1.464.823	29.014	0,0000
EGCn	1.359.625	1.029.303	115.89	0,0000

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

4.3 Matriz de correlações

Para detectar a possível colinearidade entre as variáveis e as opções para tratá-la, foi elaborada a matriz de correlações, conforme se encontra na Tabela 4. Observa-se que estão medianamente correlacionadas as variáveis RISB e IBOV, com índice de 54,8; RISB e CAMB, com índice 60,2; RISB e DJ, com índice de 51,6; e JUR e PROD, com índice de 55,1. Como era esperado, o maior índice de correlação, 89,9, entre as variáveis foi detectado entre os índices DJ e SP, representantes das bolsas internacionais. Durante o procedimento de regressão linear múltipla, será decidido por aquela que melhor se ajustar aos modelos predefinidos.

TABELA 4 – Matriz de correlação 1995-2007

	IBOV	JUR	INFL	CAMB	RISB	PROD	DJ	SP	IED	INVB	DLSP
IBOV	1,000	-0,034	-0,016	-0,351	-0,548	0,173	0,481	0,468	0,059	0,277	-0,168
JUR	-0,034	1,000	0,021	-0,010	-0,146	-0,551	0,206	0,231	-0,081	-0,112	0,006
INFL	-0,016	0,021	1,000	0,272	-0,153	-0,137	-0,126	-0,123	0,002	-0,157	0,038
CAMB	-0,351	-0,010	0,272	1,000	0,602	-0,164	-0,374	-0,323	0,036	-0,122	0,474
RISB	-0,548	-0,146	-0,153	0,602	1,000	0,026	-0,516	-0,465	-0,038	-0,080	0,376
PROD	0,173	-0,551	-0,137	-0,164	0,026	1,000	0,007	0,002	0,087	0,152	-0,057
DJ	0,481	0,206	-0,126	-0,374	-0,516	0,007	1,000	0,899	0,015	0,236	-0,212
SP	0,468	0,231	-0,123	-0,323	-0,465	0,002	0,899	1,000	0,012	0,163	-0,170
IED	0,059	-0,081	0,002	0,036	-0,038	0,087	0,015	0,012	1,000	0,191	-0,034
INVB	0,277	-0,112	-0,157	-0,122	-0,080	0,152	0,236	0,163	0,191	1,000	-0,090
DLSP	-0,168	0,006	0,038	0,474	0,376	-0,057	-0,212	-0,170	-0,034	-0,090	1,000

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

4.4 Regressões lineares estimadas

Para aferir o comportamento do mercado de capitais frente às variáveis macroeconômicas e à governança corporativa, foram testados dois modelos: o primeiro, considerando o período de julho/1995 a junho/2007, e o segundo, tendo por base junho/2001 a junho/2007. O mercado de capitais será medido por três variáveis, o IBOV, o IBRX e a LIQM (liquidez de mercado). Assim, são realizadas seis regressões, desmembrados em dois modelos, com três regressões cada, A, B e C, respectivamente, para o IBOV, o IBRX e a LIQM.

4.4.1 Modelo 1 – período 1995-2007

Na regressão estimada para o modelo 1, em que são assumidas o IBOV, o IBRX e a LIQM como variáveis dependentes para o mercado de capitais, tendo como base o período de julho/1995 a junho/2007, os resultados da regressão estão sintetizados na Tabela 5.

As variáveis explicativas, com significância estatística de até 5%, para o IBOV, modelo 1-A, foram o risco-país (RISB), o índice Standard & Poors 500 (SP), os investimentos realizados em bolsa (INVB) e a produção física industrial (PROD) do IBGE. Todas as variáveis explicativas se mostraram altamente significantes, com valores abaixo de 1%, com exceção da variável PROD, que ficou ligeiramente abaixo de 2%. A estatística *F*-Fisher, que mede a robustez do modelo, alcançou 25,246, com significância próxima de zero.

No modelo 1-B, em que considera o IBRX como representante do mercado de capitais, das quatro variáveis explicativas que melhor se ajustaram ao modelo 1-A, do IBOV, três, RISB, PROD e INVB, se repetiram. A única exceção foi a variável SP, que se ajustou melhor ao modelo do IBOV, mas que agora, no modelo do IBRX, foi substituída pela variável DJ (índice Dow Jones). A significância das variáveis independentes ainda se mostrou alta, abaixo de 2%. Da mesma forma que no IBOV, a estatística *F*-Fisher registrou 17,602, também com significância próxima de zero.

Já o modelo 1-C, em que assume a LIQM (liquidez de mercado) como variável dependente do mercado de capitais, também apresentou resultados robustos, com as variáveis explicativas, incluindo a constante, altamente significantes. Novas variáveis independentes, EGCd e CAMB (câmbio), ajustaram-se melhor a esse modelo, sendo acompanhadas pelas variáveis RISB e SP, dos modelos anteriores. A estatística *F*-Fisher, de 22,325, confirma a

robustez do modelo. Outro destaque desse modelo é o grau de significância máximo alcançado pelas variáveis explicativas, todas próximas de zero, sendo exceção apenas a variável SP, mas, mesmo assim, com significância abaixo de 3%.

A grande novidade no modelo 1-C foi a variável governança corporativa que, finalmente, mostrou-se significativa, assumida, além das variáveis macroeconômicas selecionadas, como explicativa do mercado de capitais. Essa variável, EGCd, apesar de ser mensurada como uma *dummy*, em que considera zero antes de junho/2001 e um a partir dessa data, confirma a importância que a governança corporativa representa para o mercado de capitais.

Os modelos especificados para esse primeiro período, 1995-2007, encontraram, em sua maioria, os sinais esperados dos coeficientes. A variável RISB, que representa o risco-país, apresentou sinal negativo, significando ser nocivo para o mercado de capitais os movimentos de alta desse indicador.

As variáveis SP e DJ, representantes dos mercados de capitais internacionais, apresentaram sinais positivos, confirmando o efeito favorável que exercem sobre o mercado de capitais nacional. Por sua vez, a variável INVB, relativa aos investimentos estrangeiros em portfolio realizados em bolsa, registrou sinal positivo, confirmando a influência positiva desse indicador para o mercado de capitais.

A variável PROD, relativa à produção física industrial do IBGE, também apresentou sinal positivo, o que vem a confirmar o efeito favorável do desempenho econômico sobre o mercado de capitais. Por outro lado, a variável CMB, com sinal negativo, revela o efeito desfavorável exercido por esse indicador quando há uma disparada nos preços da moeda norte-americana. E, por último, a variável EGCd, relativa à *dummy* assumida para a governança corporativa, registrou sinal positivo, evidenciando a importância que ela representa para o mercado de capitais.

TABELA 5 – Estatísticas dos modelos do período 1995-2007

Modelos	Variáveis	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1-A IBOV	Statística F (Constant)	-1.531,063	725,136		25,246	0,000
	RISB	-5,708	0,982	-0,425	-5,814	0,000
	SP	9,483	2,904	0,241	3,266	0,001
	INVB	0,277	0,102	0,180	2,710	0,008
	PROD	17,405	7,293	0,156	2,386	0,018
1-B IBRX	Statística F (Constant)	-683,424	206,105		17,602	0,000
	RISB	-1,065	0,289	-0,299	-3,689	0,000
	PROD	7,673	2,073	0,260	3,702	0,000
	DJ	0,265	0,103	0,214	2,577	0,011
	INVB	0,073	0,030	0,178	2,470	0,015
1-C LIQM	Statística F (Constant)	0,050	0,002		22,325	0,000
	EGCd	0,016	0,002	0,491	30,574	0,000
	RISB	0,000	0,000	0,521	-7,225	0,000
	CAMB	-0,054	0,014	-0,321	5,854	0,000
	SP	0,000	0,000	0,174	-3,825	0,000
					2,291	0,023

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

Ainda para confirmar a adequação dos modelos 1-A, 1-B e 1-C, extraídos do procedimento *stepwise* do *software* SPSS, a Tabela 6 mostra a matriz de correlação entre as variáveis independentes, evidenciando a fraca colinearidade entre as elas. Esse resultado não exigiu, portanto, qualquer tratamento, como a substituição ou o descarte das variáveis presentes nos modelos.

TABELA 6 – Matriz de correlação dos modelos 1995-2007

Modelo	Variáveis	RISB	SP	INVB	PROD
1-A IBOV	RISB	1,000	0,459	0,009	-0,031
	SP	0,459	1,000	-0,142	0,007
	INVB	0,009	-0,142	1,000	-0,154
	PROD	-0,031	0,007	-0,154	1,000
	Variáveis	RISB	PROD	DJ	INVB
1-B IBRX	RISB	1,000	-0,027	0,513	-0,045
	PROD	-0,027	1,000	0,012	-0,154
	DJ	0,513	0,012	1,000	-0,227
	INVB	-0,045	-0,154	-0,227	1,000
	Variáveis	EGCd	RISB	CAMB	SP
1-C LIQM	EGCd	1,000	0,007	0,137	0,143
	RISB	0,007	1,000	-0,533	0,356
	CAMB	0,137	-0,533	1,000	0,079
	SP	0,143	0,356	0,079	1,000

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

4.4.2 Modelo 2 – período 2001-2007

Na regressão estimada para o modelo 2, em que são assumidas as mesmas variáveis dependentes para o mercado de capitais, o IBOV, o IBRX e a LIQM, e que se toma como base o período de junho/2001 a junho/2007, os resultados da análise de regressão encontram-se resumidos na Tabela 7. Nesse período, a partir de 2001, em que considera a efetiva implementação da governança corporativa pela BOVESPA, houve uma redução no número de variáveis explicativas, mas mesmo assim os modelos se mostraram significantes, abaixo do nível assumido de 5%.

As variáveis explicativas para o IBOV, modelo 2-A, com o nível de significância estatística de até 5%, foram o DJ (índice Dow Jones), e a EGCn (variável da governança corporativa), agora medida pelo número de empresas ingressantes nos segmentos especiais de listagem da BOVESPA. Apesar de não conseguir um valor de probabilidade próximo de zero, como a variável DJ, a variável assumida para a governança corporativa, EGCn, mostrou-se estatisticamente significativa, assumindo o nível de 5%. Esse resultado reforça aquele alcançado no período de 1995-2007, quando foi utilizada uma variável *dummy* para medir o efeito da governança corporativa sobre o mercado de capitais e, naquele modelo, já conseguia significância estatística. Para reiterar esse resultado, a estatística *F-Fisher*, que mede a robustez do modelo, alcançou um valor igual a 20,735, com um valor de probabilidade próximo de zero.

Já no modelo 2-B, em que se assume o IBRX como variável do mercado de capitais a ser explicada, a variável EGCn cede lugar à variável PROD, produção física industrial do IBGE, ainda acompanhada pela variável DJ, que continua atingindo um valor de probabilidade próximo de zero. A variável PROD, porém, ajusta-se ao modelo com significância estatística no nível de 4%. A estatística *F*-Fisher obteve um valor de probabilidade próximo de zero, confirmando, assim, a robustez do modelo, que assumiu as variáveis PROD e DJ como explicativas do mercado de capitais.

E, por último, o modelo 2-C, que assume a LIQM (liquidez de mercado) como variável dependente do mercado de capitais. Agora, nesse modelo, são três variáveis independentes a explicar o mercado de capitais. Além da variável PROD, que já aparecia no modelo 2-B, duas novas variáveis são acrescentadas ao modelo 2-C: INVB (saldo líquido de investimento em bolsa) e a INFL (taxas de inflação). A variável INVB praticamente se iguala à significância máxima da variável PROD. Já a variável INFL alcança um valor de probabilidade próximo de 2%.

Os modelos especificados para esse segundo período, 2001-2007, também resultaram em coeficientes com os sinais esperados. Como representante do mercado de capitais norte-americano, a variável DJ apresentou sinal positivo, reiterando o efeito positivo sobre o mercado de capitais nacional. Do mesmo modo, as variáveis INVB, relativa aos investimentos estrangeiros em portfolio realizados em bolsa, e PROD, referente à produção física industrial do IBGE, registraram sinais positivos, confirmando a influência positiva que esses indicadores exercem sobre o mercado de capitais brasileiro. Por outro lado, a variável INFL, com sinal negativo, confirma o efeito desfavorável que esse indicador, as taxas de inflação, ocasiona para o mercado de capitais nacional. E, por último, a variável EGCn, relativa ao incremento no número de empresas dos segmentos especiais de listagem da BOVESPA, registrou sinal positivo, em sintonia com a importância que a governança corporativa representa para o mercado de capitais.

TABELA 7 – Estatísticas dos modelos do período 2001-2007

Modelos	Variáveis	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2-A IBOV	Statistic F (Constant)				20,735	0,000
	DJ	198,733	177,655		1,119	0,267
	EGCn	2,932	0,505	0,555	5,805	0,000
		136,980	68,323	0,192	2,005	0,049
2-B IBRX	Statistic F (Constant)				14,643	0,000
	DJ	-868,531	491,663		-1,767	0,082
	PROD	0,693	0,160	0,448	4,336	0,000
		9,696	4,605	0,218	2,105	0,039
2-C LIQM	Statistic F (Constant)				15,363	0,000
	PROD	0,006	0,007		0,874	0,385
	INVB	0,000	0,000	0,381	3,949	0,000
	INFL	0,000	0,000	0,300	3,090	0,003
		-0,002	0,001	-0,234	-2,435	0,017

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

Da mesma forma que fora realizado para os modelos 1-A, 1-B e 1-C, visando confirmar a adequação dos modelos 2-A, 2-B e 2-C, também extraídos do procedimento *stepwise* do *software* SPSS, elaborou-se a matriz de correlação entre as variáveis independentes, evidenciada na Tabela 8, em que se revela o fraco relacionamento entre elas, dentro dos níveis aceitáveis para esta pesquisa.

TABELA 8 – Matriz de correlação dos modelos 2001-2007

Modelo	Variáveis	DJ	EGCn	
2-A IBOV	DJ	1,000	-0,131	
	EGCn	-0,131	1,000	
2-B IBRX	DJ	1,000	-0,239	
	PROD	-0,239	1,000	
2-C LIQM		PROD	INVB	INFL
	PROD	1,000	-0,193	0,137
	INVB	-0,193	1,000	0,171
	INFL	0,137	0,171	1,000

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

4.5 Resumo das estimações dos modelos

Com base nas variáveis explicativas, que atingiram valores de probabilidade máximo de 5%, os dois modelos iniciais com três regressões cada, assumidos para o presente estudo, podem ser resumidos na Tabela 9.

Observa-se que, em termos de R2 ajustado, o Ibovespa (IBOV), com 40,6%, é o que obteve maior poder de explicação no período de 1995-2007, seguido pela liquidez de mercado (LIQM), com 37,5%. Já no período de 2001 a 2007 há uma inversão. Neste, em termos de R2 ajustado, a liquidez de mercado, com 37,4%, é mais bem explicada, seguida pelo Ibovespa, com 35,4%.

No que se refere às variáveis independentes assumidas para explicar o mercado de capitais, com valor de probabilidade de até 5%, oito variáveis alcançaram esse grau de exigência imposto para o presente trabalho: o índice de risco-país (RISB); o índice do mercado de capitais internacional da Standard & Poors 500 (SP); o saldo líquido do investimento em bolsa (INVB); a produção física industrial (PROD) do IBGE; o índice Dow Jones (DJ) da bolsa americana; as taxas de câmbio (CAMB); as taxas de inflação (INFL) e, por último, a variável que, além das macroeconômicas, foi assumida para o presente estudo, a governança corporativa (EGC).

Quanto às variáveis que mais apareceram como explicativas do mercado de capitais, representados pelo Ibovespa, pelo IBrX e pela liquidez de mercado, destaca-se o risco-país que, no período 1995-2007, esteve presente nos modelos 1-A, 1-B e 1-C. Em seguida vêm o investimento em bolsa e a produção física industrial do IBGE, que confirmaram presença nos modelos 1-A e 1-B. Devem-se ressaltar os índices que medem os mercados internacionais, o S&P 500 e o Dow Jones da NYSE, apareceram, alternadamente, nos modelos 1-A, 1-B e 1-C.

Já para o período de 2001-2007, as variáveis explicativas que estiveram presentes, duas vezes cada, foram o índice Dow Jones e a produção física industrial do IBGE, respectivamente, nos modelos 2-A e 2-B, e 2-B e 2-C.

Além da governança corporativa, que aparece uma vez em cada período, a taxa de câmbio aparece no primeiro, 1995-2007, e a inflação aparece no segundo, 2001-2007.

A exemplo de Rogers (2006) e Medeiros e Ramos (2004), como variáveis explicativas para o mercado de capitais, este trabalho encontra valores de probabilidade abaixo do nível de significância para o risco-país, o desempenho industrial, medido pela produção física do IBGE, os mercados internacionais de capitais, representados pelos índices Dow Jones e S&P 500, as taxas de inflação e o câmbio. Inova, por outro lado, ao acrescentar ao rol das variáveis

explicativas, o investimento em bolsa, além de confirmar, estatisticamente, as fortes evidências da importância da governança corporativa para o mercado de capitais.

TABELA 9 – **Resumo dos modelos nos dois períodos sob análise**

Variáveis Dependentes	1995-2007					2001-2007			
	R2 ajust	Variáveis Explicativas				R2 ajust	Variáveis Explicativas		
IBOV	0,406	RISB	SP	INVB	PROD	0,354	DJ	EGCn	-
IBRX	0,319	RISB	PROD	DJ	INVB	0,275	DJ	PROD	-
LIQM	0,375	EGCd	RISB	CAMB	SP	0,374	PROD	INVB	INFL

FONTE: extraído do *software* SPSS, versão 13.0.

4.6 Resultados das Hipóteses

Os resultados encontrados nas análises de regressões lineares da secção 4.3 permitiram agrupar as hipóteses em duas categorias: hipóteses com resultados significantes de até 5% e hipóteses sem resultados significantes. A Tabela 10 evidencia esse agrupamento.

TABELA 10 – **Resumo das hipóteses testadas**

Grupo	Hipóteses	Referente	Relação		Resultado
			Esperada	Encontrada	
Significante	H1	Governança corporativa	positiva	positiva	aceita
	H3	Inflação	negativa	negativa	aceita
	H4	Câmbio	negativa	negativa	aceita
	H5	Risco-país	negativa	negativa	aceita
	H6	Produção industrial	positiva	positiva	aceita
	H7	Índice Dow Jones	positiva	positiva	aceita
	H8	Índice S&P 500	positiva	positiva	aceita
	H10	Investimento estrangeiro em bolsa	positiva	positiva	aceita
Não significante	H2	Juros	negativa	sem significância	não aferida
	H9	Investimento estrangeiro direto	positiva	sem significância	não aferida
	H11	Dívida líquida setor público	negativa	sem significância	não aferida
	H12	Emissão de ADRs	negativa	sem significância	não aferida

FONTE: extraído dos dados do *software* SPSS, versão 13.0.

4.6.1 Hipóteses com resultados significantes

Com base nos resultados alcançados nas regressões realizadas na secção 4.4.2, a hipótese H1, em que a adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa está positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais é aceita. É aceita a

hipótese H3, em que as taxas de inflação estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais, conforme resultados da seção 4.4.2.

Com base nos resultados da seção 4.4.1, a hipótese H4, em que as taxas de câmbio estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais, também é aceita. Da mesma forma, aceita-se a hipótese H5, em que as taxas de risco-país estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais.

Tendo como respaldo os resultados alcançados da seção 4.4.1 e 4.4.2, a hipótese H6, em que o nível da produção industrial está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais, não pode ser rejeitada. Da mesma forma, a hipótese H7, em que o desempenho do mercado de capitais norte-americano está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro, não pode ser rejeitada. Aceita-se também a hipótese H8, em que o desempenho do mercado de capitais internacionais está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro, com base nos resultados da seção 4.4.1.

E, por último, a hipótese H10, em que o fluxo líquido de Investimento Estrangeiro em bolsa no Brasil está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais, também não pode ser rejeitada, de acordo com os resultados obtidos nas seções 4.4.1 e 4.4.2.

4.6.2 Hipóteses sem resultados significantes

Com base nos resultados alcançados nas análises de regressões lineares realizadas nas seções 4.4.1 e 4.4.2, na hipótese H2, em que as taxas de juros estariam negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais, não foram encontradas evidências estatísticas que pudessem aceitá-la ou rejeitá-la. Igual afirmação é válida para a hipótese H9, em que o volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto no Brasil estaria positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico.

Da mesma forma, nas hipóteses H11, em que o nível de endividamento do setor público estaria negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais nacional, e H12, em que o volume de captação de recursos próprios no exterior por empresas brasileiras estaria negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico, não foram obtidos índices passíveis de mensuração, com base nos graus de significância exigidos para o presente trabalho.

Capítulo V

5 CONCLUSÕES

Este capítulo sumaria as conclusões do estudo. Primeiramente, faz-se uma retrospectiva do trabalho realizado para, em seguida, efetuar uma síntese dos resultados encontrados. Posteriormente, apresenta as limitações do estudo e, por fim, oferece sugestões para futuras pesquisas.

5.1 Considerações sobre a pesquisa

O presente estudo teve por objetivo avaliar os impactos de determinadas variáveis macroeconômicas e da governança corporativa no comportamento do mercado de capitais. Para atingir tal objetivo foram selecionadas três variáveis que pudessem representar o mercado de capitais brasileiro: os índices Ibovespa e IBrX e a liquidez de mercado, medida pela razão entre o volume total negociado e o valor de mercado das empresas, ou seja, a capitalização bursátil.

Como variáveis explicativas, além da governança corporativa, foram selecionadas as variáveis macroeconômicas: taxas de juros; taxas de inflação; taxas de câmbio; taxas do risco-país; comportamento do nível da produção industrial; desempenho do mercado de capitais norte-americano; desempenho do mercado de capitais internacional; volume líquido de investimento estrangeiro direto – IED; o fluxo líquido de investimentos estrangeiros em carteira (portfólio) realizados na bolsa de valores; volume da dívida líquida do setor público (DLSP); e emissão de certificados de ações na captação de recursos no exterior por meio dos *american depositary receipts* – ADRs.

Antes de dar início à parte empírica do trabalho, foi realizada revisão da literatura sobre o mercado de capitais, além de se discorrer sobre as variáveis que pudessem explicá-lo, com destaque especial para a governança corporativa. Esta foi explorada com investigações sobre a sua origem, os seus fundamentos teóricos, a sua importância e as perspectivas futuras.

Constatou-se que o mercado de capitais brasileiro passou por uma fase de euforia na década de noventa, período da forte entrada de investimentos externos para os setores de energia e de telecomunicações, mas que, ao seu final, já apresentava sinais de arrefecimento. A propósito, foi nesta época, dezembro de 2000, que a BOVESPA lançou o segmento especial de empresas com práticas superiores de governança corporativa, dividido em três

níveis, com graus crescentes de exigência em termos de transparência e tratamento igualitário aos acionistas: Nível 1, o inicial, Nível 2, o intermediário, e Novo Mercado, este o nível máximo, em que são exigidas somente ações ordinárias das empresas que o compõe.

Implementados oficialmente em 26 de junho de 2001, os segmentos especiais de listagem da BOVESPA receberam inicialmente 12 empresas no Nível 1 de Governança Corporativa. Nessa época, essas empresas representavam pouco mais de 15% do valor de mercado. No final de 2006 e no primeiro semestre de 2007, já se aproximava dos 60% da capitalização bursátil do mercado.

A importância da governança corporativa para o mercado de capitais pode ser conferida nos dados de junho de 2007, quando existiam 122 companhias listadas nesses segmentos especiais da BOVESPA: 38 no Nível 1, 15 no Nível 2 e 69 no Novo Mercado. Essas empresas representavam 58,40% do valor de mercado, 63,37% do volume financeiro e 68,36% da quantidade de negócios no mercado à vista da BOVESPA.

Além da governança corporativa, principal variável assumida para explicar o comportamento do mercado de capitais, foram selecionadas as principais variáveis macroeconômicas recomendadas pela literatura, além dos investimentos estrangeiros e da dívida líquida do setor público.

5.2 Resultados encontrados

Os resultados encontrados permitiram confirmar os estudos de Rogers (2006) e Medeiros e Ramos (2004) no que se referem às variáveis macroeconômicas, como explicativas para o mercado de capitais, tais como: o risco-país, o desempenho industrial, medido pela produção física do IBGE, os mercados internacionais de capitais, representados pelos índices Dow Jones e S&P 500, as taxas de inflação e do câmbio.

Por outro lado, a presente pesquisa inovou, ao acrescentar ao rol das variáveis explicativas, o investimento em bolsa, além de ter confirmado, estatisticamente, as fortes evidências da importância da governança corporativa para o mercado de capitais. Aliás, esta foi o achado mais importante do estudo, visto que as pesquisas até então realizadas não tinham sido capazes de confirmar, estatisticamente, o efeito da governança corporativa sobre o mercado de capitais, apesar de reconhecê-la como importante.

No que se refere aos testes das hipóteses assumidas para o presente estudo, elas resultaram em dois grupos: hipóteses com resultados significantes de até 5% e hipóteses sem resultados significantes.

Com base nos resultados obtidos nas seções 4.4.1 e 4.4.2, as hipóteses H1, H3, H4, H5, H6, H7, H8 e H10 não foram rejeitadas. Confirma-se assim que a adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa, conforme evidenciado em H1, o nível da produção industrial, conforme H6, o desempenho do mercado de capitais norte-americano, conforme H7, o desempenho do mercado de capitais internacionais, conforme H8, o fluxo líquido de Investimento Estrangeiro em bolsa, conforme H10, estão positivamente relacionados ao desempenho do mercado de capitais brasileiro. Por outro lado, ficou evidenciado que as taxas de inflação, conforme H3, as taxas de câmbio, conforme H4, e as taxas de risco-país, conforme H5, estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais nacional.

Assim, em relação às hipóteses aceitas, foi possível apresentar os seguintes resultados:

H1: A adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa está positivamente relacionada ao desempenho do mercado de capitais.

A confirmação da hipótese H1 permitiu afirmar que a adição de empresas a maiores níveis de governança aumentou os negócios em Bolsa de Valores. Isso possibilita concluir que os investidores tendem a aumentar seus investimentos em Bolsa de Valores quando há perspectivas de aumento da transparência na gestão das empresas para as quais os recursos estão sendo destinados.

H3: As taxas de inflação estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que, em ambiente de inflação controlada, é possível esperar melhor desempenho do mercado de capitais. O fato de uma diminuição do IGPM afetar positivamente os índices de desempenho da Bolsa de Valores é sinalizador para a necessidade de estabilidade inflacionária para fomentar o mercado de capitais.

H4: As taxas de câmbio estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que, em ambiente com taxas de câmbio descendentes, pode-se esperar melhor desempenho do mercado de capitais. O fato de uma diminuição da taxa de câmbio afetar positivamente os índices de desempenho da Bolsa de Valores é sinalizador para a necessidade de estabilidade cambial para fomentar o mercado de capitais, da mesma forma que ocorre com as taxas de inflação. A utilização da taxa Ptax

mensal, média das taxas de câmbio praticadas no mês, elimina a possibilidade de variações pontuais da taxa de câmbio causarem viés na análise.

H5: As taxas de risco-país estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que, em ambiente de menor risco-país, pode-se esperar melhor desempenho do mercado de capitais. O fato de uma diminuição dos indicadores de risco-país afetar positivamente os índices de desempenho da Bolsa de Valores é sinalizador para a necessidade de estabilidade político-econômica para fomentar o mercado de capitais. Da mesma forma que ocorre com as taxas de inflação e taxas de câmbio, esse estudo corroborou as afirmações de que o mercado de capitais necessita de ambiente estável para se desenvolver. Considerando que o fator de risco-país utilizado foi a diferença entre o C-Bond e o T-Bond, espera-se que o mercado de títulos internacionais expresse sua confiança por meio das ofertas aos títulos brasileiros.

H6: O nível da produção industrial está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que, em ambiente de maior atividade industrial, pode-se esperar melhor desempenho do mercado de capitais. O fato do aumento da produção industrial afetar positivamente os índices de desempenho da Bolsa de Valores é sinalizador de que desenvolvimento econômico fomenta o mercado de capitais. Da mesma forma que ocorre com as taxas de inflação e taxas de câmbio, esse estudo ratificou o entendimento de que o mercado de capitais necessita de ambiente estável para se desenvolver. A inclusão dessa variável insere na análise a necessidade de estabilidade econômica, com crescimento da atividade industrial.

H7: O desempenho do mercado de capitais norte-americano está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que o comportamento da Bolsa norte-americana tem impacto direto no desempenho do mercado de capitais no Brasil. O fato de elevações no índice Dow Jones refletirem positivamente nos índices da bolsa brasileira é mais um indicador da dependência dos mercados.

H8: O desempenho do mercado de capitais internacionais está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que o comportamento das bolsas ao redor do mundo teve impacto direto no desempenho do mercado de capitais no Brasil. O fato de elevações no índice S&P 500 refletirem positivamente nos índices da bolsa brasileira, confirmaram a integração entre mercados.

H10: O fluxo líquido de Investimento Estrangeiro em Bolsa no Brasil está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais brasileiro.

A aceitação dessa hipótese permitiu afirmar que, com a entrada de recursos estrangeiros na Bolsa de Valores, é possível esperar melhor desempenho do mercado de capitais. O fluxo de recursos derivados dos investimentos estrangeiros, como era de se esperar, fomenta o mercado de capitais nacional.

Já para as hipóteses H2, H9, H11 e H12 não foram encontradas evidências estatísticas, com base nos níveis de significância exigidos para o presente trabalho, que pudessem dar respaldo no sentido de aceitá-las ou rejeitá-las.

H2: As taxas de juros estão negativamente relacionadas ao desempenho do mercado de capitais.

A não aceitação da hipótese levou a desconsiderar, em princípio, que exista uma relação inversa entre o comportamento da taxa de juros *Selic* e o desempenho do mercado de capitais. Ou seja, o fato de as taxas de juros baixarem não significou maior aporte de recursos e melhor desempenho do mercado de capitais, ao menos se as *proxys* utilizadas forem as taxas de juros *Selic*, o índice Ibovespa e o índice IBrX.

H9: O volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto no Brasil está positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico.

A não aceitação da hipótese levou a desconsiderar, em princípio, que exista uma relação inversa entre o investimento estrangeiro direto e o desempenho do mercado de capitais. Ou seja, o fato de empresas estrangeiras virem para o Brasil não significou maior aporte de recurso e melhor desempenho do mercado de capitais. O que não surpreende, porquanto as empresas são de capital fechado, diferentes daquelas de capital aberto, que têm seu impacto no mercado de capitais medido na Hipótese 9, a qual foi aceita.

H11: O nível de endividamento do setor público está negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais nacional.

A não aceitação da hipótese levou a desconsiderar, em princípio, que exista uma relação inversa entre o endividamento público e o desempenho do mercado de capitais. Ou seja, o fato de o endividamento público baixar não significou maior aporte de recursos e melhor desempenho do mercado de capitais.

H12: O volume de captação de recursos próprios no exterior por empresas brasileiras está negativamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico.

A não aceitação da hipótese levou a desconsiderar, em princípio, que exista uma relação inversa entre a emissão de papéis de empresas brasileiras no exterior e o desempenho do mercado de capitais no Brasil. Ou seja, não foi possível provar se havia concorrência de recursos entre os investimentos em empresas brasileiras feitos no exterior ou no Brasil.

Assim, os efeitos negativos, das taxas de juros, conforme H2, do nível de endividamento do setor público, conforme H11, bem como do volume de captação de recursos próprios no exterior por empresas brasileiras (ADRs) sobre o mercado de capitais nacional, conforme H12, não puderam ser aferidos. Da mesma forma, só que em sentido contrário, a H9, em que o volume líquido de Investimento Estrangeiro Direto no Brasil estaria positivamente relacionado ao desempenho do mercado de capitais doméstico, não pôde ser comprovada.

Dessa forma, é possível afirmar que foi atingido o objetivo principal desta dissertação, assim definido:

- Verificar a relação existente entre os fatores macroeconômicos, com base em variáveis macroeconômicas selecionadas, e a governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais.

Porquanto foram verificadas as relações entre os fatores econômicos e governança corporativa com o mercado de capitais, comprovando-se oito das doze hipóteses consideradas para o estudo.

Em relação aos objetivos secundários:

- Verificar a relação entre a governança corporativa e o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

Esse objetivo foi atingido por meio da aceitação da hipótese H1.

- Verificar a relação entre os fatores macroeconômicos e o comportamento do mercado de capitais brasileiro.

Esse objetivo foi atingido mediante a aceitação das hipóteses H3, H4, H5, H6, H7, H8 e H10.

5.3 Limitações do Estudo

Apesar de o referencial teórico utilizado no presente estudo ter indicado a possível aceitação de todas as hipóteses assumidas, o que não foi constatado nas hipóteses H2, H9, H11 e H12, devem-se destacar algumas limitações, principalmente no que se refere às variáveis consideradas para medir o comportamento do mercado de capitais e os fatores que pudessem influenciá-lo.

Inicialmente, é preciso ressaltar que tanto o Ibovespa como o IBrX incorporam, em sua metodologia de cálculo, tanto empresas do segmento tradicional como dos níveis diferenciados de governança corporativa. Até mesmo a liquidez de mercado, outra variável assumida para medir o comportamento do mercado de capitais, também sofre influências de ambos os segmentos, o tradicional e o de governança corporativa.

Outro aspecto que ainda deve ser mencionado é o período, de seis anos, do lançamento formal da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. Um horizonte de tempo maior certamente propiciará condições para que os resultados aqui encontrados possam, futuramente, ser confrontados e, eventualmente, corroborados.

E, por último, talvez como a maior limitação da presente pesquisa, deve ser ressaltada a opção feita por não fazer uso de defasagens das variáveis entre os períodos analisados, sugerindo, portanto, trabalhos que possam vir a suprir essa lacuna.

5.4 Sugestões para estudos futuros

Para trabalhos futuros, recomenda-se a investigação mais aprofundada para encontrar as razões do por que determinadas variáveis, como a taxa de juros, não terem apresentado influências, com significância estatística, sobre o comportamento do mercado de capitais.

Nesse mesmo sentido, sugerem-se trabalhos que possam aferir, com a utilização de outras variáveis, a influência que o endividamento público possa exercer sobre o mercado de

capitais, já que o governo brasileiro, na administração da dívida interna, concorre diretamente com o mercado de capitais na captação da poupança interna.

Também serão bem-vindos estudos que possam investigar a influência que a emissão de ADRs, sem significância estatística no presente trabalho, possa exercer sobre o mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

- ABRAMO, P. Pesquisa em ciências sociais. *In*: HIRANO, S. **Pesquisa Social: Projeto e Planejamento**. São Paulo: T. A. Queiroz, 1979.
- AKERLOF G. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 485-500, 1970.
- ALLEN, F.; GALE, D. Corporate Governance and competition. Wharton financial institutions center. **Working Paper Series**, 99-28. July 23, 1999.
- ALLEN, F.; GALE, D. **Comparing financial systems**. 1. ed. Cambridge MA: MIT Press, cap. 1, 2000.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2006.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2. ed. São Paulo: Thompson, 1999.
- AOKI, M.; KIM, H. K. Corporate Governance in transitional economies: insider control and the role of banks. **The World Bank**. Washington, 1995.
- ARIDA, P.; BACHA E. L.; LARA-RESENDE, A. Conversibilidade: o caso brasileiro. *In*: GLEIZER, D. (org). **Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro**. São Paulo: BM&F, 2005.
- ARROW, R. H. The Organization of Economic Activity: Issues pertinent to the choice of market versus non-market allocation. *In*: **the Analysis and Evaluation of Public Expenditure**. Vol. 1, The PBB System: 59-73 U. S. Joint Committee, 91st congress. First session, Washington D. C., U.S. Government printing office.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR 6023**: Informação e documentação: referências: elaboração. Rio de Janeiro, 2002. 24 p.
- _____. **NBR 6024**: Informação e documentação: numeração progressiva das seções de um documento escrito: apresentação. Rio de Janeiro, 2003. 3 p.
- _____. **NBR 6027**: Informação e documentação: sumário: apresentação. Rio de Janeiro, 2003. 2 p.
- _____. **NBR 6028**: Informação e documentação: resumo: apresentação. Rio de Janeiro, 2003. 2 p.
- _____. **NBR 10520**: Informação e documentação: citações em documentos: apresentação. Rio de Janeiro, 2002. 7 p.

_____. **NBR 14724**: Informação e documentação: trabalhos acadêmicos: apresentação. Rio de Janeiro, 2005. 9 p.

AZEVEDO, P. F. Economia dos Custos de Transação. *In*: FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F.; SAES, M. S. M. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Introdução. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

BEBCHUK, L. A rent-protection theory of corporate ownership and control. **Working Paper n. 7203**. National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, 1999.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation & private property**. 4. ed. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, 2002. Original publicado em 1932 por Harcourt, Brace & World.

BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Governança corporativa: algumas reflexões teóricas sob a perspectiva da economia. *In*: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2005, Brasília. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2005 (CD-ROM).

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Vários acessos em 2007.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. **Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms**. Nov. 26, 2001.

BRICKLEY, J. A.; SMITH, C. W. J.; ZIMMERMAN, J. L. **Managerial economics and organizational architecture**. 2 ed. William E. Simon Graduate School of Business Administration. University of Rochester, 2001.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. A. Disclosure Quality and the probability of informed trade. **Working Paper, Emory University and Northwestern University**, 2001.

BRUNI, A. L. **Globalização Financeira, eficiência informacional e custo de capital**: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001. São Paulo, 2002. Tese (Doutorado em Administração) apresentada à FEA/USP.

BUNGE, Mario. **Teoria e realidade**. São Paulo: Perspectiva, 1974.

BUNGE, Mario. **La investigación científica: su estrategia y su filosofía**. 5. ed. Barcelona: Ariel, 1976.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2002. Tese (Doutorado em Administração) apresentada à UFRJ/COPPEAD.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**: São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out/nov/dez. 2004.

CARVALHO, A. G de. **Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90**. FIPE/USP Working Paper: São Paulo, 2000.

CARVALHO, A. G de. **Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico**. FIPE/USP Working Paper: São Paulo, 2001.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J. Y. **Mercado de Capitais**. 4. tiragem. Rio de Janeiro: Ed. Campos, 2001.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5 ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**. New Series, v. IV, p. 386-405, 1937.

COASE, R H. **The firm, the market, and the law**. 2. ed. USA: The University of Chicago Press, 1990.

COASE, R H. The Institucional Structure of Production. **American Economic Review**, 82, Sep-1991, p. 713-719, 1991.

COMTE, A. **Discurso sobre o espírito positivo**. São Paulo: Abril Cultural, 1978.

CONTADOR, C. R. **Mercados de Ativos Financeiros no Brasil: perspectiva histórica e comportamento recente**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

CORIAT, B., WEINSTEIN, O. (1995) **Les Nouvelles théories de l'entreprise**. Les Livres de Poche, Librairie Générale Française.

CVM. **Panorama do Mercado Secundário Internacional de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/ase/comparativo/Comparativo.pdf>. Vários acessos em 2007.

DARRAT, A. F. Are financial deepening and economic growth causality related? Another look at the evidence. **International Economic Journal**, 13(3), p.19-35, Autumn.1999.

DEMO, P. **Metodologia científica em ciências sociais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

DEMSETZ, H. Property rights and behavior: toward a theory of property rights. Papers and Proceedings of the Seventy-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, v. 57, n. 2, p. 347-359, May 1967.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, Dec. 1985.

DENIS, D. K. Twenty-five years of corporate governance research... counting. **Review of Financial Economics** 10, p. 191-212, 2001.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. **International corporate governance: a survey**. Krannert Graduate School of Management Purdue University. Working Paper, June 2002.

DICKEY, D.A.; FULLER, W.A., Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root, **Journal of the American Statistical Association**, 74: 427-431, 1979.

DJANKOV, S.; MCLIESH, C.; SHLEIFER, A. **Private credit in 129 countries**. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 11078, 2005.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **Journal of Finance** 59, p. 1553-1583, 2003.

FAMA, E F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.F. The Information in the Term Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 509-528, 1984.

FAMA, E F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, p. 301-326, June 1983a.

FAMA, E F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 327-349, June 1983b.

FAMA, E F.; JENSEN, M. C. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p. 101-119, 1985.

FARINA, E. M. M.; AZEVEDO, P. F. de; SAES, M. S. M. **Competitividade: Mercados, Estado e Organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

FERGUSON, C. E. **Microeconomia**. Tradução: Almir Guilherme Barbassa; Antônio Pessoa Brandão. 18. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1994. Tradução de: Microeconomic theory.

FOSS, N. J. **Incomplete Contracts and Economic Organization: Brian Loasby and the theory of the firm**. Danish Research Unit for Industrial Dynamics. Working Paper n. 97-11 Oct. 1997.

GAVER, J. J.; GAVER, K. J. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Accounting and Economics** 16, p. 125-160, 1993.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1994.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1987.

GOLDFAJN, I; HENNINGS, K.; MORI, H. **Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth.** Banco Central do Brasil. Working Paper.

GOLDSMITH, R. W. **Financial structure and development.** New Haven: Yale University Press, 1969.

GOMES, A. Going public without governance: managerial reputation effects. **Journal of Finance**, v. 55, p. 615-646, 2000.

GOMES, A.; NOVAES, W. **Sharing of control as a corporate governance mechanism.** The Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper, Dec. 2000.

GORDON, J. N. What Enron means for the management and control of the modern business corporation: some initial reflections. **The University of Chicago Law Review**, v. 69, n. 3, p. 1233-1250, 2002.

GRAVA, J. W. **A anatomia da Governança Corporativa no Brasil e o desenvolvimento econômico da firma: uma análise estatística exploratória das empresas de capital aberto no período de 1997 a 2000.** São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Economia) apresentada à FEA/USP.

GUERRA, L. F. **O Mercado Acionário no Brasil: posição relativa, potencial de crescimento e prioridades de ação.** São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) apresentada à EAESP/FGV.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica.** 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. **Money in a theory of finance.** Washington: Brookings Institution, 1960.

HADDAD, C. L. S. Experiência internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.** Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

HAIR JR., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados.** 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HART, O. An economist's perspective on the theory of the firm. *In*: BUCKLEY, P. J.; MICHIE, J. **Firms, organizations and contracts.** 1 ed. Oxford University Press, 1996.

HART, O. Corporate Governance: Some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, p. 678-689, May, 1995.

HART, O. **Firms, contracts and financial structure**. Oxford: Oxford University Press, 1995.

HAIR, J. F. JR.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**, 5. ed., Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics** 31, p. 405-440, 2001.

HEGENBERG, L. **Etapas da investigação científica**. v. 2, 2. ed. São Paulo: EPU: Edusp, 1976.

HENDRIKSEN, E.; BREDAS, M.F.V. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Board of Directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **NBER Working Paper** n. 8161, Cambridge, Massachusetts, 2001.

HOLLINGSWORTH, J. R.; BOYER, R. **Contemporary capitalism – the embeddedness of institutions**. Cambridge: Cambridge University Press, 1997.

HUNT, E. K. **História do pensamento econômico**. 14. ed. Rio de Janeiro: Campos, 1981.

IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em: www.ibgc.org.br. Vários acessos em 2007.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). **Ipeadata - Base de dados macroeconômicos**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Vários acessos em 2007.

JARQUE, C. e A. BERA, Efficient Tests for Normality, Homoscedasticity, and Serial Independence of Regression Residuals, **Economics Letters**, 6, 255–259, 1980.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1st. ed. Boston: Harvard University Press, 2001. 320 p.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

JOHANSEN, S. JUSELIUS, K. Maximum likelihood estimation and interference on cointegration – with applications to the demand for money. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, v. 52, n. 2, p. 169-210, 1990.

JOHANSEN S. Statistical analysis of cointegration vectors. **Journal of Economic Dynamics and Control**, 12, p. 231-254, 1988.

JOHANSEN S. Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian Vector autoregressive models. **Econometria**, 59, p. 1.551-80, 1991.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: EPU: EDUSP, 1980.

KHAN, M. S.; SENHADJI, A. S. Threshold effects in the relationship between inflation and growth. **IMF Working Paper WP/00/110**. Washington: International Monetary Fund, June, 2000.

KLEIN, P. & SHELANSKI H. **Empirical Research in Transaction Cost Economics**, mimeo, 1994.

KLEIN, P. G. **New institucional economics**. University of Georgia, Department of Economics, Working Paper, 1999.

KNIGHT, F. **Risk, Uncertain and Profit**. 1 ed. 1921.

KOCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e prática da pesquisa**. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia Científica**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. M.; PINHEIRO, L. E. T. Cointegração Entre Mercados de Capitais Emergentes e Mercados Desenvolvidos e Seus Impactos Sobre a Diversificação Internacional de Portfólios. *In: XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)*, 2006, Salvador. **Anais eletrônicos**. Salvador: ANPAD, 2006 (CD-ROM).

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (mestrado em Administração) apresentada à FEA-USP.

LA PORTA, R.; SHLEIFER A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, Jan. 2000.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, n. 2, p. 717-738, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, 52, p. 1131-1150, 1997.

LEITE, H.; SANVICENTE, A. Z.; **Índice bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1994.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, XXXV, p. 688-726, 1997a.

LEVINE, R. **Law, finance, and economic growth**. Journal of Financial Intermediation, v. 8, 1999.

LEVINE, R. The legal environment, banks, and long-run economic growth, **Journal of Money, Credit, and Banking**, 30(3), part 2, pp.596-613, 1998.

LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. **The American Economic Review**, 88(3), p. 537-558, 1998.

LISBOA, M. B. Instituições, conseqüências e pragmatismo: evolução e desafios da economia brasileira. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002, 148 p.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005, 181 p.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia Monetária**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MACKINNON, J.G. Critical Values for Cointegration Tests, *In*: Engle, R. F. e Granger, C.W.J (Ed.). **Long-run Economic Relationships: Readings in Cointegration**, Oxford: Oxford University Press, 1991.

MACNEIL, I. **Contracts: Adjustments of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical and Relational Contract Law**. Northwestern University Law Review, 72, p. 854-906.

MAHER, M.; ANDERSSON, T. Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *In*: RENNEBOOG, L.; MCCAHERY, J.; MOERLAND, P.; RAAIJMAKERS, T. (eds). **Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets**. Oxford University Press, 2000.

MARSHAL, A. **The principles of economics**. 1890. Disponível em: <<http://www.socsci.mcmaster.ca/~econo/ugcm/3113/marshall/prin/>>.

MARTINS, G.A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, H. F. Em busca de um regime contratual de gestão: a recente implementação de contratos de gestão na administração pública brasileira. *In*: XXIV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2000, Florianópolis. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2000 (CD-ROM).

MARX, K. (1890, 1975). O processo de produção do capital, Livro 1. *In: O capital: crítica da economia política.*

MATHIELSEN, H. **Managerial ownership and financial performance.** Denmark, 2002. 328 f. Thesis (PH.D). Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School.

MATOS, O. C. de. **Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: evidências de causalidade.** Trabalho para Discussão, n. 49. Banco Central do Brasil, set. 2002.

MATSUO, A. K.; EID JÚNIOR, W. Influência de Fatores Macroeconômicos nas Emissões Primárias do Mercado Brasileiro. *In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. Anais eletrônicos.* Curitiba: ANPAD, 2004 (CD-ROM).

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. Determinantes do desempenho e volatilidade da Bovespa: um estudo empírico. *In: 4. Congresso de Controladoria e Contabilidade, Anais eletrônicos.* São Paulo: FEA/USP, 2004 (CD-ROM).

MILGROM, P. & ROBERTS, J. **Economics, Organization and Management.** New Jersey: Prentice Hall, cap.1 e 2, 1992.

MONFORTE, J. G. *In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. Governança Corporativa.* São Paulo: Atlas, 2004.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate Governance.** 2. ed. Oxford: Blackwell Publishers Ltd, 2001.

MORETTIN, P. A.; TOLOI, C. M. C. **Análise de séries temporais.** São Paulo: Edgard Blucher, 2004.

MOURA, A. R. Desenvolvimento financeiro e qualidade dos ajustes macroeconômicos: notas sobre o caso brasileiro. *In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.* Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

MOURA-DA-SILVA, A. **Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas.** Item III, “Características básicas do setor financeiro e suas implicações”. São Paulo: FEA-USP, 1979. Mimeo.

NÓBREGA, M da. A importância de um regime especial de tributação para o mercado de capitais. *In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.* Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

NÓBREGA, M.; LOYOLA, G.; GUEDES FILHO, E. M.; BASIAL, D. **Mercado de Capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil.** São Paulo. BOVESPA, 2000. (Estudos para Desenvolvimento do Mercado de Capitais).

NORTH, D. C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. New York: Cambridge University Press, 152 p., 1990.

NORTH, D. C. Structure and Performance: the task of economic history. **Journal of Economic Literature**, v. 16, p. 963-978, 1978.

NOVAES, A. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de (org). **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação (mestrado em Administração) apresentada à FEA/USP.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina**. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em: www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>. Vários acessos em 2007.

PAIVA, E. V. S. **Fatores determinantes do preço de emissão primária de debêntures no Brasil**: uma análise exploratória. São Paulo, 2006. Dissertação (mestrado em Administração) apresentada à FEA/USP.

PESTANA, Maria Helena; GAGEIRO, João Nunes. **Análise de Dados para Ciências Sociais – A complementaridade do SPSS**. 2 ed. Lisboa: Silabo, 2000.

PHILLIPS, P. C. B.; PERRON, P. **Testing for a unit root in the series regression**. *Biométrica*, 1988, v. 75, p. 335-346.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometric models and economic forecast**. 4. ed. New York: Irvin/McGraw-Hill, 1998.

PROWSE, S. Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate governance mechanisms among large firms in the United States, the U.K., Japan and Germany. **BIS Economic Paper** n. 41, May 1994.

QMS- QUANTITATIVE MICRO SOFTWARE. *Eviews 4.0 User's guide*. Califórnia/USA, 1999.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. **The American Economic Review**, v. 88, Issue 3, p. 559-586, Jun. 1998.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMA, R. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa. *In*: Seminários em Administração – SEMEAD, 6. ed., 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos**. São Paulo: Programa de Pós-Graduação em Administração – FEA/USP, 2003. CD-ROM.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Uberlândia, 2006. Dissertação (mestrado em Administração) apresentada à Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Administração.

ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal's problem. Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, May 1973.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROTTA, C. A. **Governança Corporativa e as decisões de investimento**. Porto Alegre, 2004. Dissertação (Mestrado em Economia) apresentada à UFRGS/FCE/PPGE.

ROZO, J. D. **Relação entre mecanismos de governança corporativa e medidas de performance econômica das empresas brasileiras integrantes do índice Brasil da Bolsa de Valores de São Paulo**. São Paulo, 2003. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – apresentada à FEA/USP.

SALIN, P. The firm is a free society: following Bastiat's insights. **Journal of Libertarian Studies**, v. 16, n. 3, p. 1-18, 2002.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. dos; FERNANDES, L. A, PINHEIRO, P. R.; GOMES, J. M. M.; MACHADO, N. P. Evidenciação de Ativos Intangíveis: Uma Forma de Minimizar os Problemas Causados pela Seleção Adversa. *In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)*, 2005, Brasília. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2005 (CD-ROM).

SCHUMPETER, J. A. **The theory of economic development**. Cambridge: Harvard University Press, 1959.

SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S.W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: EPU. 4. reimpressão, 1974.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração da dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de ensino a distância da UFSC, 2001.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil**. São Paulo, 2004. Tese (doutorado em Administração) apresentada à FEA/USP.

SIMON, H. Human nature in politics: a dialogue of psychology with political science. **American Political Science Review**, v. 79, p. 293-304, 1985.

SMITH, A. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Edinburgh: 1776.

SMITH, C. W.; WATTS, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Financial Economics** 32, p. 263-292, 1992.
SPENCE, M. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3, 355-374, Aug. 1973.

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, Information and Individual Action. **The American Economic Review**, v. 61, p. 380-387, 1971.

SPSS Inc. SPSS for Windows. Release 13.0.0 Chicago, IL. C1989-2001. Structure Oxford University Press.

STEVENS, J. P. **Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences**. 4. ed. Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum, 2002.

STOCK, J. H. e WATSON, M. W. **Econometria**. São Paulo: Pearson Education, 2004.

SUNDER, S. **Theory of accounting and control**. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 1997.

SZTAJN, R. **Direito e Economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA**. São Paulo, 2006. Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis) apresentada à FEA-USP.

TIGRE, P. B. Inovação e teorias da firma em três paradigmas. **Revista de Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, n. 3, jan-jun, 1998.

TIROLE, O. Corporate Governance. **Econométrica**, v. 69, n. 1, p. 1-35, Jan. 2001.

TRUJILLO FERRARI, A. **Metodologia da ciência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Kennedy, 1974.

VALADARES, S. **Três ensaios sobre o mercado por controle corporativo no Brasil**. Rio de Janeiro, 1998. Tese (Doutorado em Economia) apresentada ao Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica.

VERRECCHIA, R. Essays on Disclosure. **Journal of Accounting and Economics** 32, p. 97-180, 2001.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. 1st ed. The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. Papers and Proceedings of the Forty-Seventh Annual Meeting of the American Finance Association. **The Journal of Finance**, Chicago, Illinois, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1987.

WILLIAMSON, O. E. **The theory of the firm as governance structure: from choice to contract**. University of California Berkeley. Working Paper, Jan. 2002.

WILLIAMSON, O. E. The vertical integration of production: market failure considerations. Papers and Proceedings of the Eighty-Third Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 112-123, May 1971.

WILLIAMSON, O. E. Transaction Cost Economics and Organization Theory. **Journal of Industrial and Corporate Change**, 2, p. 107-156, 1993.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of cross section and panel data**. USA: The MIT Press, 2002.

ZINGALES, L. **Corporate Governance**. Harvard Business School. National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper n. W6309, Dec. 1997.

ZYLBERSZTAJN, D. **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições**. São Paulo, 1995. Tese (Livre Docência) apresentada à FEA/USP.