

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
MESTRADO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**ANÁLISE DO RISCO DAS AÇÕES NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA NA
CRISE DE 2008 SEGUNDO O ISE E OS NDGC**

ROBERT ARMANDO ESPEJO

**CURITIBA
2011**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS. CATALOGAÇÃO NA FONTE

Espejo, Robert Armando

Análise do risco das ações negociadas na BM&FBOVESPA na crise de 2008 segundo o ISE e os NDGC /Robert Armando Espejo . – 2011

110 f.

Orientador: Ademir Clemente.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2011

1. Ações (Finanças). 2. Bolsa de Valores. 3. Administração de risco. 4. Crise financeira - 2008- 5. Governança corporativa. I. Clemente, Ademir. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós- Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 332.6322

**ANÁLISE DO RISCO DAS AÇÕES NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA NA
CRISE DE 2008 SEGUNDO O ISE E OS NDGC**

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^a. DR^a. MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
Coordenadora do PPG-Mestrado em Contabilidade

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS
PROFESSORES:

PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
Presidente - UFPR

PROF. DR. WESLEY VIEIRA DA SILVA
Examinador Externo – PUC-PR

PROF. DR. LUIZ PANHOCA
Examinador - UFPR

ROBERT ARMANDO ESPEJO

ANÁLISE DO RISCO DAS AÇÕES NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA NA
CRISE DE 2008 SEGUNDO O ISE E OS NDGC

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Paraná como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade e Finanças.

Orientador: Prof. Dr. Ademir Clemente

CURITIBA

2011

DEDICATÓRIA

À minha família, esposa Márcia, pelo amor dedicado.

Ao meu pai, Armando Raul Espejo Aquije, "*in memoriam*", que lutou, estudou e venceu. Mesmo que tenha sido rápida a sua passagem por esta vida, deixou muitos ensinamentos e espero poder chegar a 10% do que ele representou a todos que o conheceram. Eu o amo muito e espero um dia poder reencontrá-lo.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, pela oportunidade da vida, do nascimento, da saúde, das pessoas que surgem em nosso caminho, da água, do sol, das estrelas, enfim da natureza como um todo.

Em segundo lugar, à minha família e esposa Márcia, que sempre me incentivou e apoiou nessa longa jornada. Nos momentos difíceis que passamos houve um apoio incondicional; é por tudo isso que te amo demais.

À minha mãe Maria de Jesus Alves Espejo, pelo amor, muitas vezes não compreendido por mim, mas que aos poucos fui aprendendo a compreender; aliás, a vida é cheia de atribulações e surpresas que levam tristeza ao ser humano. O importante é tirarmos sempre o lado bom, positivo, pois a capacidade do homem superar dificuldades é imensa e muito superior às derrotas. Por isso, agradeço por ter se superado e criado seus filhos sozinho.

Aos demais familiares, que fazem parte dos meus pensamentos constantemente. Que Deus os mantenha sempre com muita saúde e longevidade para eu poder continuar aprendendo com cada um de vocês.

Aos meus avós, Maria e José Marcelino Alves, que foram meu apoio, os quais considero como segundos pais de sangue. E quando estou longe, sinto muita falta da presença desse casal maravilhoso e que servem de exemplo a todos pelo seu comprometimento. Que Deus continue abençoando vocês sempre.

Ao meu orientador, Professor Doutor Ademir Clemente, pela amizade, incentivo e confiança nesse período, e por todo o apoio e compreensão dispensados a mim e à nossa pesquisa.

Ao Professor Moisés Prates Silveira, por seus conselhos, por sua amizade, por sua presença, e por todos os seus conhecimentos que nunca omitiu e deixou fluir pelos seus ensinamentos, e também pelos seus questionamentos que me ensinam. Declaro aqui meu profundo agradecimento ao Doutor que sempre ficará em minhas lembranças.

Aos meus professores do mestrado da UFPR, que me transmitiram seu conhecimento e que, por muitas vezes, foram difíceis de assimilar.

À direção da Faculdade FACET, em especial, à Professora Eliza e ao Professor Ribamar Privado, que acreditaram em meu potencial e sempre me apoiaram para que eu pudesse me desenvolver.

Aos colegas e amigos do mestrado. Seja nas horas de estudos que praticamos, seja nos cafés deliciosos, seja nos questionamentos em busca de esclarecimentos. Espero um dia rever a todos muito bem, pessoal e profissionalmente.

À Universidade Federal do Paraná, que me proporcionou o acesso ao curso de mestrado, e que manteve a transparência no processo de seleção dos candidatos à vaga, primando pela seriedade, educação e desenvolvimento do ser humano.

À PUC-PR, especialmente na figura do Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva, que me orientou e proporcionou o acesso ao banco de dados Económica Softwares para Investimentos Ltda..

Só é útil o conhecimento que nos torna melhores.

(Sócrates)

RESUMO

Práticas de responsabilidade social e adoção de mecanismos de governança corporativa para minimizar os problemas de agência são aspectos que algumas organizações apresentam que podem contribuir para atrair e manter investidores. Especialmente em momentos de crise financeira, como a que se passou em 2008, tais práticas podem ser diferenciais no relacionamento empresa-investidor. Nesse contexto, a presente investigação tem como objetivo verificar se o Índice de Sustentabilidade Empresarial e(ou) nível de governança corporativa são fatores de diferenciação do risco das ações das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBOVESPA. Metodologicamente, trata-se de um estudo exploratório, quantitativo, *ex post facto*, com o emprego de técnicas estatísticas e dados secundários. As cotações das ações das empresas pertencentes ou não ao ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) e detentora de mecanismos diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) ou não (Sem Governança) foram obtidos nos períodos antes da crise (30/06 a 02/09 de 2008) e durante a crise (03/09/2008 a 05/11 de 2008), por meio do banco de dados Economática Softwares para Investimentos Ltda.. Os resultados apontaram que o Índice de Sustentabilidade Empresarial e os mecanismos diferenciados de governança corporativa, tanto investigando o período antes, quanto durante a crise, podem ser apontados como fatores de redução de risco. Contudo, considerando-se a comparação antes versus durante a crise, somente as empresas pertencentes ao Nível 2 de governança corporativa e listadas no ISE tiveram seu risco reduzido.

Palavras-chave: Índice de Sustentabilidade Empresarial; Governança Corporativa; Crise Financeira de 2008.

ABSTRACT

Social responsibility practices and adoption of corporate governance mechanisms to minimize agency problems are characteristics that some organizations have that can help attract and retain investors. Especially in times of financial crisis, as it was happened in 2008, such practices may be differences in the relationship business-investor. In this context, this research aims to determine whether the corporate sustainability index and (or) level of corporate governance are factors differentiating the risk of the shares of Brazilian companies traded on the São Paulo Stock Exchange, Commodities and Futures Exchange – BM&FBOVESPA. Methodologically, this is an exploratory study, quantitative, ex post facto, with the use of statistical techniques and secondary data. The stock prices of companies with or without CSI (Corporate Sustainability Index) and holding mechanisms of corporate governance (Level 1, Level 2 and New Market) or not (Without Governance) were obtained in the periods before the crisis (30/ 06/2008to 02/09/2008) and during the crisis (03/09/2008 to 05/11/2008), using the database Economática Software for Investments Inc. . The results showed that the Corporate Sustainability Index and the mechanisms of corporate governance, both investigating the period before and during the crisis, can be appointed as risk reduction factors. However, considering the comparison before versus during the crisis, only companies belonging to Level 2 of Corporate Governance and listed on the CSI had their risk reduced.

Keywords: Corporate Sustainability, Corporate Governance, Financial Crisis of 2008.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Efeitos do ingresso de investidores internacionais na economia do país.....	26
Quadro 2: Construtos e variáveis investigadas.....	62
Quadro 3: Empresas que pertenciam ao ISE em 2008, separadas por nível de governança corporativa.....	67
Quadro 4: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período antes da crise	74
Quadro 5: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período durante a crise	75
Quadro 6: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período comparativo antes <i>versus</i> durante a crise	77
Quadro 7: Relação do ISE e/ou governança corporativa.....	79
Quadro 8: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período antes da crise.....	81
Quadro 9: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período durante a crise.....	82
Quadro 10: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período comparativo antes <i>versus</i> durante a crise.....	84
Quadro 11: Relação do ISE e/ou governança corporativa.....	86

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Participação percentual no volume de ETFs Out/10.....	29
Figura 2: Dados do Ibovespa (2008-2010).....	57
Figura 3: Comparação dos dados do Ibovespa e do Dólar (2005-2010).....	58
Figura 4: Desenho da Pesquisa.....	60
Figura 5: Representação Gráfica do Box Plot	64
Figura 6: Quantidade de Ações Com e Sem ISE.....	67
Figura 7: Ações separadas por níveis de governança e por ISE.....	71
Figura 8: Box Plot – Resultado Nível 2 Antes e Durante a Crise.....	87
Figura 9: Box Plot – Resultado Sem Governança Antes e Durante a Crise.....	87
Figura 10: Box Plot – Resultado Novo Mercado Antes e Durante a Crise.....	88
Figura 11: Box Plot – Resultado Nível 1 Antes e Durante a Crise.....	88
Figura 12: Box Plot – Resultado das Empresas Com e Sem ISE Antes da Crise	89
Figura 13: Box Plot – Resultado das Empresas Com e Sem ISE Durante a Crise.....	89
Figura 14: Box Plot – Resultado das Empresas Participantes do NDGC Antes da Crise.....	90
Figura 15: Box Plot – Resultado das Empresas Participantes do NDGC Durante a Crise.....	91
Figura 16: Box Plot – Resultado de Todas as Empresas Antes e Durante a Crise.....	92

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Volumes Totais Negociados por Mercado em US\$ 1.000 no Brasil.....	20
Tabela 2: Capitalização Média das Empresas no Mercado de Capitais – Brasil....	27
Tabela 3: Número de ações separadas por níveis de governança corporativa.....	68
Tabela 4: Número de ações que participaram nos pregões – Nível 1.....	69
Tabela 5: Número de ações que participaram nos pregões – Nível 2.....	69
Tabela 6: Número de ações que participaram nos pregões – Nível NM.....	69
Tabela 7: Número de ações que participaram nos pregões – SGC.....	70
Tabela 8: Novo número de ações separadas por níveis de governança corporativa.....	70
Tabela 9: Resultados estatísticos das empresas sem ISE.....	72
Tabela 10: Resultados estatísticos das empresas com ISE.....	72
Tabela 11: Análise do desvio padrão	73
Tabela 12: Análise Evolutiva do desvio padrão.....	76
Tabela 13: Análise Comparativa do desvio padrão das empresas com e sem ISE.	77
Tabela 14: Análise Evolutiva do desvio padrão considerando base Nível Novo Mercado.....	78
Tabela 15: Resultado do coeficiente de variação.....	80
Tabela 16: Análise Evolutiva do coeficiente de variação.....	83
Tabela 17: Análise Comparativa do coeficiente de variação com relação ao ISE..	85
Tabela 18: Análise Evolutiva do coeficiente de variação considerando base Nível Novo Mercado.....	85

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- CISE – Com Índice de Sustentabilidade Empresarial
- CV – Coeficiente de variação
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- DFPs – Demonstrações Financeiras Padronizadas
- DP – Desvio Padrão
- GC – Governança Corporativa
- IANs – Informações Anuais
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- IFRS – *Internacional Financial Reporting Standard*
- ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial
- ITRs – Informações Trimestrais
- N1 – Nível 1
- N2 – Nível 2
- NDGC – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
- NM – Novo Mercado
- SISE – Sem Índice de Sustentabilidade Empresarial
- SGC – Sem Governança Corporativa
- SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	17
1.1 PROBLEMA E QUESTÕES DE PESQUISA.....	18
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA.....	19
1.2.1 Objetivo geral.....	19
1.2.2 Objetivos específicos.....	19
1.3 JUSTIFICATIVA.....	20
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	22
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	22
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA.....	24
2.1 MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO.....	24
2.1.1 O mercado de ações brasileiro.....	25
2.1.2 Risco e retorno das ações	30
2.1.2.1 Conceitos e medidas de risco das ações.....	30
2.1.2.2 Conceitos e medidas de retorno das ações.....	36
2.1.3 Governança Corporativa.....	38
2.1.3.1 Conceito de Governança Corporativa.....	38
2.1.3.2 Níveis de Governança Corporativa.....	43
2.1.3.3 Mecanismos de adesão e de migração.....	43
2.1.4 Sustentabilidade Ambiental Empresarial.....	49
2.1.4.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE.....	52
2.2 CRISE FINANCEIRA DE 2008.....	54
2.2.1 Origem da Crise Financeira de 2008.....	55
2.2.2 Mercado de Ações Brasileiro na Crise Financeira de 2008.....	56
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	59
3.1 TIPIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	59
3.2 DESENHO E PERGUNTAS DA PESQUISA.....	59
3.3 CONSTRUTOS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS	61
3.4 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	61
3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO PARA ANÁLISE DE DADOS.....	62
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	66
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS.....	66
4.2 RESPOSTAS ÀS PERGUNTAS DE PESQUISA.....	71

4.2.1 Análise do Desvio Padrão.....	72
4.2.1.1 Período antes da crise	72
4.2.1.2 Período durante a crise	74
4.2.1.3 Comparação período antes e durante a crise	75
4.2.2 Análise do Coeficiente de Variação.....	80
4.2.2.1 Período antes da crise	80
4.2.2.2 Período durante a crise	81
4.2.2.3 Comparação período antes e durante a crise	82
4.2.3 Análise Exploratória a partir do gráfico Box-Whisker.....	87
5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES.....	93
5.1 CONCLUSÕES.....	93
5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	94
5.3 RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....	96
REFERÊNCIAS.....	97
APÊNDICES.....	102
APÊNDICE A – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NÍVEL 1 – 2008.....	102
APÊNDICE B – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NÍVEL 2 – 2008.....	102
APÊNDICE C – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NOVO MERCADO – 2008.....	105
APÊNDICE D – COMPARATIVO DOS SEGMENTOS NOVO MERCADO, NÍVEL 2, NÍVEL 1 E TRADICIONAL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO BM&FBOVESPA em 2011.....	108
APÊNDICE E – EMPRESAS LISTADAS NO ISE EM 2008, CONFORME SETOR DE ATUAÇÃO.....	109

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro apresentou rápido crescimento desde a estabilização da economia, em 1994. Observou-se um aumento significativo no volume de negociações pela atratividade do país aos investidores externos e também internos. Este aumento também é devido às ações governamentais de incentivo, tais como as oportunidades de dispor de recursos do FGTS-Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, para aquisição de ações de companhias como a Vale do Rio Doce e Petrobrás, pessoas físicas que jamais haviam investido em bolsas de valores trocaram suas opções de investimento em poupanças pela aquisição de papéis de maior risco, as ações.

No entanto, a busca de melhor rentabilidade de investimentos por meio de compra e manutenção de ações é acompanhada por riscos superiores àqueles de menor rendimento. Portanto, essa relação de investimento em ações está subsidiada pelo *trade-off* entre risco e retorno, ou seja, uma decisão que implica em retorno acompanhado pelo risco que se está disposto a tomar diante da expectativa de rentabilidade com o ativo adquirido.

Diante deste cenário, relevante se faz destacar que crises econômicas afetam o risco assumido pelos investidores, e a Crise Financeira de 2008 influenciou o comportamento dos mercados de ações, inclusive o brasileiro. Períodos de tensões de mercado decorrentes de uma perspectiva de incerteza são seguidos por temor dos investidores, que normalmente se retiram de mercados e se desfazem de investimentos que apresentam maior risco.

Com a internacionalização das empresas em função da abertura dos mercados, a Crise Financeira de 2008, com origem nos Estados Unidos, atingiu rapidamente os mercados de todo o mundo, e investidores evadiram-se de países que ofereciam menor capacidade de proteção de seus capitais. Mazzucchelli (2008, p. 58), em análise comparativa entre a Grande Depressão de 1929 e a Crise Financeira de 2008, afirmou em estudo realizado no período de crise que

Seguramente, o peso da riqueza financeira em relação ao produto, a sofisticação (e opacidade) das operações financeiras e a interligação entre os vários segmentos dos mercados em escala global são hoje infinitamente maiores do que no final da década de 1920 (...) A conclusão que daí poderia advir é que o curso dos acontecimentos será, em consequência, mais dramático e doloroso do que em 1929-1933.

Em momentos ou não de crise, investidores procuram proteger seus investimentos contra riscos de mercado, e as empresas, no sentido de atrair investimentos, buscam demonstrar atitudes de precaução contra a variabilidade do mercado, tais como a adoção de mecanismos de governança corporativa e de sustentabilidade. É nesse aspecto que a presente investigação se pauta, na análise da eficácia destas empresas na minimização de riscos corporativos evidenciados pelos retornos de suas ações, se comparados às empresas não aderentes ao ISE- Índice de Sustentabilidade Empresarial e aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

1.1 PROBLEMA E QUESTÕES DE PESQUISA

Diante da contextualização apresentada, é relevante identificar se duas situações, concomitantes ou não, contribuem para minimizar o risco percebido pelos investidores diante de um momento de crise, ou seja: (a) caso uma empresa pertença a níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) é compreendida pelo mercado como uma organização menos arriscada; e/ou (b) fazer parte da carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) significa ser uma empresa diferenciada em termos de sustentabilidade, de tal forma que seja percebida pelo mercado como uma entidade que oferece menor risco.

Sendo assim, a questão que motivou o trabalho pode ser expressa da seguinte forma: **O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Nível de Governança Corporativa constituíram, individual ou conjuntamente, fatores de diferenciação de risco das ações das empresas negociadas na BM&FBOVESPA durante a Crise de 2008?**

As perguntas específicas que serão abordadas na presente investigação são as seguintes:

- O Índice de Sustentabilidade Empresarial é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA?
- O Nível de governança corporativa é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA?

- O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o nível de governança corporativa, conjuntamente, são fatores redutores do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Nesta parte da dissertação são apresentados os objetivos geral e específicos que norteiam a pesquisa.

1.2.1 Objetivo geral

Verificar se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e (ou) níveis diferenciados de governança corporativa são fatores de diferenciação do risco das ações das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BMF&BOVESPA, durante o período da crise financeira de 2008.

1.2.2 Objetivos específicos

Objetivos específicos são aqueles necessários à pesquisa no intuito de facilitar o alcance do objetivo geral. Portanto, são objetivos específicos do estudo em questão os seguintes:

- I. Verificar se as empresas participantes do ISE apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado;
- II. Verificar se as empresas participantes dos níveis de governança corporativa apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado;
- III. Identificar se as empresas participantes do ISE e dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado.

1.3 JUSTIFICATIVA

A presente pesquisa possui sua relevância em relação a 4 (quatro) aspectos essenciais. Em primeiro lugar, o mercado de capitais brasileiro tem tido uma evolução em termos de volume de negociações, fato que suscita as atenções dos pesquisadores no sentido de compreender a sua dinâmica. A Tabela 1 revela que, nos últimos vinte anos, houve um crescimento no volume de títulos negociados na ordem de quase 9.000%, observando-se um acentuado crescimento de 2005 em diante.

Tabela 1: Volumes Totais Negociados por Mercado em US\$ 1.000 no Brasil

Período	Mercado	Exercício	Termo	Fut.	Opções	Opções	Outros	Total	Evolução
	à Vista	de Opções			de Compra	de Venda		Geral	
TOTAL-1991	7.140.921	243.185	42.573		1.018.283	138	86.928	8.532.029	100%
TOTAL-1992	15.630.068	448.492	22.747		2.012.070	2.233	174.210	18.289.821	214%
TOTAL-1993	27.872.657	2.348.876	26.079		4.647.378	2.025.184	1.633.857	38.554.031	452%
TOTAL-1994	60.115.106	9.593.968	178.896		13.015.026	3.967.415	1.335.340	88.205.751	1034%
TOTAL-1995	51.266.593	5.937.224	312.714		7.790.313	3.565.572	574.544	69.446.960	814%
TOTAL-1996	81.266.963	4.961.397	558.004		9.708.654	223.555	1.042.989	97.761.562	1146%
TOTAL-1997	157.713.392	9.005.418	1.096.703		16.368.541	477.099	6.430.518	191.091.671	2240%
TOTAL-1998	114.278.381	5.393.058	847.466		9.532.959	1.313.272	8.605.407	139.970.543	1641%
TOTAL-1999	70.635.035	4.092.232	1.057.948		4.582.231	317.880	4.814.425	85.499.751	1002%
TOTAL-2000	85.555.825	2.544.722	3.979.200		4.302.516	233.637	5.113.872	101.729.772	1192%
TOTAL-2001	54.196.147	2.164.601	2.829.237	416	3.348.699	228.758	2.493.269	65.261.127	765%
TOTAL-2002	41.296.864	1.514.698	1.802.335	0	2.778.936	231.056	1.652.260	49.276.152	578%
TOTAL-2003	54.945.370	3.580.519	2.122.833	0	5.302.958	84.847	1.935.330	67.971.857	797%
TOTAL-2004	86.556.842	4.279.971	3.613.775	0	6.901.967	120.795	3.037.486	104.510.840	1225%
TOTAL-2005	138.941.907	6.127.003	5.439.496	0	8.467.958	311.704	6.699.214	165.987.282	1945%
TOTAL-2006	233.379.345	9.069.524	9.225.118	7	10.399.957	360.721	13.185.859	275.620.525	3230%
TOTAL-2007	531.644.330	26.703.476	19.990.039	0	22.172.051	794.323	24.620.683	625.924.900	7336%
TOTAL-2008	696.538.954	19.156.753	25.682.055	0	23.437.689	1.760.016	10.134.764	776.710.232	9103%
TOTAL-2009	597.850.568	24.151.800	12.387.102	0	29.774.000	1.301.671	7.388.713	672.853.854	7886%
TOTAL-2010 (até out)	668.688.599	27.666.214	16.573.238	0	35.246.870	2.256.521	9.896.655	760.328.097	8911%

Fonte: BM&FBOVESPA (2010a)

Em segundo lugar, devido à interligação dos mercados, a crise norte-americana de 2008 foi sem precedentes, e o estudo de seus impactos revela-se importante para que futuras gerações compreendam-na e saibam lidar com situações semelhantes. Esta crise, com origem no mercado imobiliário dos Estados Unidos, afetou com “efeito dominó” as demais economias, ocasionando perdas econômico-financeiras na maioria das regiões. Devido ao fato de haver escassez de dados que evidenciam impactos de crises nos mercados que mantêm algum tipo de negociação com outros mercados, busca-se com este trabalho explicações sobre o movimento ocorrido nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Diante desse cenário, realizar uma investigação dessa amplitude tem o caráter de originalidade e inovação. A pesquisa apresenta originalidade, pois não se tem informação sobre pesquisas que identifiquem o impacto, diferenciado segundo os fatores selecionados, da Crise Financeira de 2008 em empresas brasileiras. A presente investigação apresenta um aspecto inovador, pois, apesar da crise de 2008 ser recente, o estudo tem a pretensão de incorporar às pesquisas já realizadas, embora escassas, resultados sobre os efeitos no mercado de ações, possibilitando orientar os usuários da contabilidade nesse importante processo.

Um terceiro aspecto reside na importância de mecanismos de governança corporativa para as organizações e, conseqüentemente, para seus investidores. Organizações de grande porte, de maior complexidade, necessitam de instrumentos que evidenciem transparência em seus processos de tomada de decisão, e que estes se traduzam em percepção de segurança para aqueles que realizam investimentos nestas companhias. Segundo Silveira, Barros e Famá (2003, p.59)

O senso comum sugere que empresas com uma estrutura de governança mais adequada às práticas recomendadas pelos “Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa” devem ser mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança menos adequada, *ceteris paribus*.

Portanto, é significativo identificar se os mecanismos de governança corporativa diferenciados (para organizações pertencentes aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado) são fatores que reduzem o risco destas organizações diante de momentos de crise, ou seja, os investidores percebem maior segurança em tais investimentos.

Por fim, observa-se o fato de a presente pesquisa buscar compreender o universo das empresas percebidas como realizadoras de práticas de sustentabilidade. As empresas são criadas para obter um retorno do valor investido pelos proprietários, reproduzindo lucros que possam ser reinvestidos na organização e, também, demonstrar quais são os retornos que a sociedade tem com estes recursos naturais e econômico-financeiros usufruídos em todo o território nacional. Quando a organização está em funcionamento, passa a utilizar recursos de capital, recursos humanos e recursos ambientais. Enquanto os

recursos de capital e humanos são passíveis de renovação, os recursos ambientais são limitados em sua maioria, podendo causar impactos no clima e na evolução das espécies utilizadas para a sobrevivência do planeta. Dessa forma, é importante investigar quais empresas estão declarando em seus relatórios os princípios de sustentabilidade empresarial e quais estão preocupadas com a continuidade do bem estar da humanidade, reveladas por sua participação no ISE, e se estas possuem vantagens competitivas com relação às demais devido à percepção do mercado com relação ao valor de suas ações mesmo diante de momentos de crise.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo tem seu escopo espaço-temporal delimitado aos seguintes aspectos:

a) delimitação espacial: empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano 2008, subdivididas segundo os critérios do Índice de Sustentabilidade Empresarial (em pertencentes ao ISE e não pertencentes ao ISE) e níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Sem Governança);

b) delimitação temporal: os valores das ações das companhias alvo da pesquisa foram selecionados do ano de 2008, sendo 46 pregões antes (30/06/2008 a 02/09/2008) e 46 pregões durante (03/09/2008 a 05/11/2008) a Crise Financeira de 2008.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Este trabalho está dividido em 6(seis) seções. Na primeira seção são evidenciadas a contextualização do problema, questão de pesquisa, objetivo geral e objetivos específicos, justificativa, delimitação da pesquisa e a estrutura da dissertação propriamente dita. No segundo tópico, estão estabelecidos os fundamentos teórico-empíricos que sustentam a investigação, baseando-se em aspectos sobre o mercado de ações brasileiros e suas peculiaridades, a relação entre risco e retorno das ações, os mecanismos de governança corporativa, os

conceitos e indicador de sustentabilidade empresarial e a origem e impactos da crise financeira de 2008 no mercado de ações brasileiro.

Na terceira seção são evidenciados os procedimentos metodológicos, incluindo a classificação da pesquisa, o desenho e perguntas de pesquisa, os construtos e definições operacionais das variáveis, a descrição do proceder metodológico da pesquisa e como foram realizados o tratamento estatístico e a análise de dados. No quarto tópico estão identificados os resultados da pesquisa, por meio da análise do comportamento do mercado de ações brasileiro diante da Crise de 2008, comparando-o com o desempenho das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa e ao ISE.

Por fim na quinta seção, são destacadas as conclusões da pesquisa, com suas considerações finais e recomendações para futuras investigações, e em seguida, na última seção, as referências que a respaldam cientificamente.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

O referencial teórico desta dissertação foi realizado contemplando estudos teóricos e pesquisas empíricas sobre os temas analisados. Primeiramente, abordou-se o mercado de ações brasileiro, realizando uma contextualização sobre sua origem e evolução, bem como os estudos que explicitam a relação entre risco e retorno das ações. Tal abordagem se faz importante para compreender os mecanismos de governança corporativa que serão abordados neste tópico.

Sobre governança corporativa, além dos conceitos inerentes, categorizaram-se os níveis de governança corporativa conforme suas características: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, bem como se apresentou a listagem das empresas que na época faziam parte de cada condição. Tais fundamentos são necessários para compreender a relação dos níveis de governança e o risco das empresas na parte empírica da presente dissertação.

Para subsidiar teoricamente os conceitos relacionados à sustentabilidade, optou-se por identificar os principais autores relacionados ao tema, bem como pesquisas que abordaram sustentabilidade empresarial empiricamente. Trabalhou-se o conceito do ISE - Índice de Sustentabilidade Empresarial, e elaborou-se uma listagem das empresas que atualmente fazem parte da carteira ISE.

Por fim, foi abordada a crise financeira de 2008, seus aspectos motivadores e seu impacto no mercado de ações brasileiro. Tal relação se faz necessária para compreender o momento temporal de análise do presente estudo: antes e durante a crise financeira de 2008.

2.1 MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO

Segundo Lameira (2004), o Plano Real foi um marco para o mercado de ações brasileiro, pois foi a partir de sua implantação que o controle inflacionário provocou, na economia do país, alterações que incitaram o incremento de investimentos exteriores. Sendo assim, houve uma evolução que transformou o Brasil de um país subdesenvolvido para um país emergente ou em

desenvolvimento. Neste tópico apresentam-se a origem e a evolução do mercado de ações brasileiro, bem como a relação entre o risco e retorno das ações.

2.1.1 O mercado de ações brasileiro

Mercado de ações ou de capitais é uma estrutura de funcionamento dentro do mercado financeiro nacional que surgiu para suprir “as necessidades de financiamento de longo prazo, por exemplo, investimentos para empresas e aquisição de bens duráveis para as famílias” (PINHEIRO, 2008, p. 81). Por meio de um processo de poupança-investimento, a parcela de renda não consumida gera poupança por parte das pessoas físicas ou jurídicas, as quais investem em títulos de outras empresas que demandam financiamento e que, por sua vez, as remuneram mediante valorização das ações ou pagamento de dividendos.

Assaf Neto (2008) destaca o papel fundamental do mercado de capitais no desenvolvimento econômico de um país, por ser uma estrutura de intermediação entre aqueles que possuem sobras de recursos e os que necessitam de investimentos para sua continuidade. Nesta estrutura, evidencia-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como autarquia que normatiza e controla o mercado de valores mobiliários e as instituições auxiliares ao funcionamento do mercado de capitais: bolsas de valores (com destaque no Brasil para a BM&FBOVESPA), sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos de investimentos.

As ações negociadas podem ser ordinárias ou preferenciais. As ações ordinárias dão direito a voto a quem as detém, sendo que “os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do Conselho Fiscal da companhia; decidir sobre o destino dos lucros; reformular o estatuto social; autorizar emissões de debêntures e aumentos de capital social; votar contas patrimoniais, etc.” (ASSAF NETO, 2008, p. 159). Já as ações preferenciais, apesar de não concederem direito a voto ao seu detentor, atribuem determinadas preferências a este, tais como “prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias; prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa” (ASSAF NETO, 2008, p. 159).

Devido à abertura de mercados, investidores estrangeiros começaram a aplicar no mercado brasileiro em busca de uma melhor relação custo-benefício/risco-retorno, diversificando seus negócios. As oportunidades de alavancar suas rentabilidades em mercados emergentes abriram espaço à especulação, com intenso movimento de capitais, cujo fluxo de dinheiro gera efeitos positivos e negativos para a economia de um país, conforme se pode observar no Quadro 1, em função do constante monitoramento dos investidores com relação às condições econômico-financeiras do país investido (taxas de juros e câmbio, moeda, etc).

Efeitos Positivos	Efeitos Negativos
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Melhora na imagem internacional do país; ✓ Com entradas de divisas, o governo pode financiar seu déficit por prazos maiores e com taxas de juros menores; ✓ Aumento no fluxo de divisas favorece as empresas, propiciando maiores facilidades para investimentos em imobilizado e no aumento da produção, com custos mais favoráveis. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Um incremento descontrolado do fluxo de divisas pode causar desequilíbrio nas contas do país; ✓ Quando um país abre o mercado ao mesmo tempo em que busca uma estabilidade financeira, os investidores passam a preocupar-se com o cumprimento das tarefas do governo (ajuste fiscal, reformas constitucionais etc.) e a qualquer sinal de dificuldade para executá-las eles perdem a confiança e retiram abruptamente seus recursos; ✓ O país tem dificuldades para controlar uma fuga de capitais numa eventual crise financeira internacional.

Quadro 1: Efeitos do ingresso de investidores internacionais na economia do país

Fonte: Pinheiro (2008, p. 39)

O mercado de ações brasileiro possui características muito distintas até 1994 e após 1994 (LAMEIRA, 2004). O Plano Real possibilitou o controle inflacionário, cuja estabilização provocou crescimento econômico do país em função das altas taxas internas de juros que atraíram os investimentos estrangeiros. Os preços conseguiram permanecer estáveis até o final do ano de 1998, momento em que se percebeu um maior risco na economia brasileira que poderia gerar crise devido à “fuga de recursos de nossa economia e conseqüente crise cambial, pois o mercado passou a exigir maiores prêmios (remuneração), além de se observarem movimentos de corrida para compra de dólares como forma de proteção (hedge) para possíveis perdas de valor dos ativos” (LAMEIRA, 2004, p.101).

Ainda segundo o mesmo autor, em 1998 exigiu-se a aplicação de taxa de câmbio flutuante no Brasil, incrementando o setor exportador nacional. No mercado de capitais brasileiro, “o ingresso de recursos externos aumentou após a liberação do câmbio ocorrida ao final do ano de 1998 e declina em 2002 devido ao risco associado ao processo eleitoral. O objetivo principal desses investimentos era participar das privatizações” (LAMEIRA, 2004, p.104). Este processo pode ser observado pela capitalização média das empresas no mercado de capitais brasileiro de 1990 a 2002, conforme Tabela 2.

Tabela 2: Capitalização Média das Empresas no Mercado de Capitais – Brasil

Ano	US\$ milhões
1990	19
1991	56
1992	80
1993	176
1994	345
1995	271
1996	394
1997	469
1998	301
1999	468
2000	484
2001	422
2002	308

Obs.: Excluídos os Fundos de Investimento

Fonte: CVM (2010a)

Conforme Lameira (2004, p.108-109), observa-se que o Brasil instituiu algumas iniciativas relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais tais como o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários e da BM&FBOVESPA, bem como as ações do BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social para

exigir que as empresas promovam a abertura de capital e a melhoria de suas práticas de governança corporativa, em contrapartida aos empréstimos que financiará. Da mesma forma, a Superintendência de Seguros Privados e a Secretaria de Previdência Complementar, como instrumentos do Conselho Monetário Nacional, expediram normatizações que possibilitaram o aumento da participação dos investidores institucionais em companhias com boas práticas de governança corporativa. A atuação da Comissão de Valores Mobiliários, em conjunto com a reforma legal da Lei das Sociedades Anônimas e da Lei de

criação da própria Autarquia, vem possibilitando a melhoria do aspecto regulatório do mercado de capitais(...) Além disso, a definição de um Plano Diretor para o Mercado, a proposta de educação continuada dos profissionais ligados ao mercado de capitais, as novas práticas de governança corporativa, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (...) apontam no sentido de valorizar a participação do mercado de capitais em nosso sistema financeiro.

Segundo a Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo – Grupo de Conjuntura (2010, p.1), observou-se um grande dinamismo no mercado de capitais brasileiro representado pela captação de recursos a partir de 2005. “O volume total captado nesse mercado saltou de R\$10 bilhões em 2003 para R\$ 61 bilhões em 2005, dos quais: R\$ 41,5 bilhões correspondiam a operações de emissão de debêntures, R\$ 8,6 bilhões a constituição de FIDC e de R\$ 4,3 bilhões em ações”. Ressalta-se que FIDC representam os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Ainda conforme informa a Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo – Grupo de Conjuntura (2010), houve um aumento no número de companhias abertas de 2005 para 2007 na ordem de aproximadamente 10%, passando de 621 empresas (2005) para 682 em dezembro de 2007. Este aumento pode ser explicado pela estabilidade macroeconômica interna do país, atrelada à perspectiva internacional favorável, com a ampliação do fluxo de investimento estrangeiro (FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO-GRUPO CONJUNTURA, 2010). Adicionalmente, considera-se um fator contributivo importante para este cenário o desenvolvimento do segmento Novo Mercado na BM&FBOVESPA, com exigências mais rigorosas, proporcionando melhor transparência para os investidores.

Esse aumento de transparência e situação favorável para investimentos no mercado de capitais não atraiu somente investidores estrangeiros, como também investidores institucionais e pessoas físicas. Na Figura 1 observa-se como é composta a participação no volume dos Fundos de Índices (ETFs) em outubro de 2010, assim denominados por buscar proporcionar Eficiência, Transparência e Flexibilidade em um único investimento. Pode-se verificar que os maiores participantes são os investidores institucionais (45%), seguidos por instituições

financeiras (27%), investidores estrangeiros (16%), pessoas físicas (11%) e empresas públicas e privadas (1%).

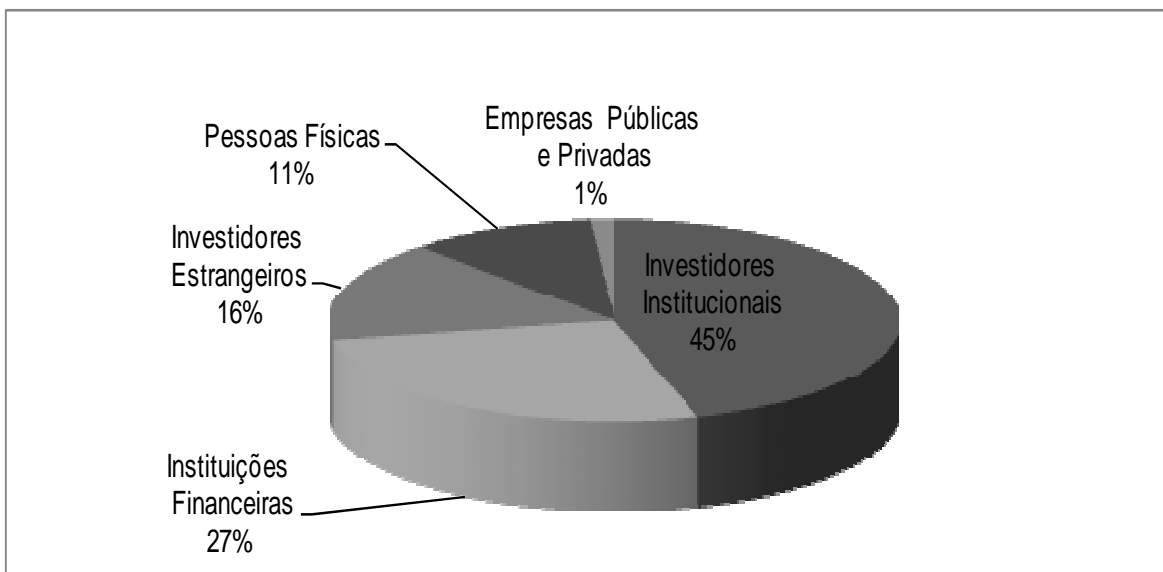


Figura 1: Participação percentual no volume de ETFs Out/10
Fonte: BM&FBOVESPA (2010b)

Pesquisadores têm voltado sua atenção para compreender a lógica do financiamento externo em mercados emergentes. A pesquisa de Faria, Mauro e Zaklan (2010) buscou identificar os fatores que estimulam as escolhas de alocação dos investidores em países que não sejam o seu de origem, principalmente relacionados a investimentos em países emergentes. Os resultados de sua pesquisa evidenciaram alguns fatores determinantes que funcionam como potenciais de atratividade para os investidores internacionais aos mercados emergentes, tais como uma combinação de capital humano e qualidade das instituições do país. Suas conclusões são indicadores que levam a motivar a maior rigidez na transparência das informações buscada pelos níveis de governança corporativa no Brasil, uma vez que podem influenciar na decisão dos investidores.

Esta relação de investimento é pautada pelo aspecto risco-retorno. No próximo tópico serão evidenciados os conceitos e medidas de risco e retorno das ações, que são parâmetros de medida para determinar escolhas e permanência em determinados investimentos.

2.1.2 Risco e retorno das ações

Conforme observa Assaf Neto (2008), o investimento em ações envolve uma relação estreita entre risco assumido e retorno esperado. Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 183) afirmam que “os investidores só assumirão posições num título de risco se o retorno esperado for suficientemente elevado para compensar o risco”. A seguir são evidenciados conceitos e maneiras de mensurar o risco e retorno das ações.

2.1.2.1 Conceitos e medidas de risco das ações

Tobin (1958) revela que existem três tipos de investidores: os propensos ao risco, os avessos ao risco e os indiferentes ao risco. Investidores propensos ao risco estão sujeitos a investimento em ativo de maior variabilidade em função da busca de maior retorno; investidores avessos ao risco possuem a preferência no investimento que garantam maior tranqüilidade na obtenção de menor retorno; investidores indiferentes ao risco atuam com indiferença diante de dois ativos com retornos esperados semelhantes, embora graus distintos de variabilidade. Ainda segundo o mesmo autor, a maioria dos investidores são categorizados como avessos aos riscos.

Segundo Bernstein (1997, p.8), “a palavra ‘risco’ deriva do italiano antigo *risicare*, que significa ‘ousar’. Neste sentido o risco é uma opção, e não um destino. É das ações que ousamos tomar, que dependem de nosso grau de liberdade de opção, que a história do risco trata”. Conforme o mesmo autor, a palavra risco está presente na própria definição da humanidade, pois está intrínseca nas escolhas individuais do ser humano.

Vaughan (1997, p.7) afirma que o termo risco significa “exposição à adversidade.” Contudo, o autor afirma que a terminologia risco é usada de diferentes formas em função das áreas de especialidade em que é tratado, sendo que “economistas, estatísticos, teóricos da decisão e da área de seguros têm uma longa discussão a respeito dos conceitos de risco e incerteza, na tentativa de construir uma definição de risco que seja útil para análise em cada campo de investigação”. (tradução nossa) (VAUGHAN, 1997, p.7). O mesmo autor afirma que, apesar de não haver uniformidade em sua definição, dois componentes são comuns em seus conceitos: indeterminação e perda.

O conceito de risco preconizado por Vaughan (1997, p.8) é que “risco é uma condição na qual há a possibilidade de variações desfavoráveis de um resultado desejado que se espera ou esperava” (tradução nossa). Observa-se que esta definição contempla uma combinação de circunstâncias do ambiente externo, probabilidade de perda e a esperança de retornos.

O risco pode ser transferido, retido, reduzido, evitado ou compartilhado (VAUGHAN, 1997; DOHERTY, 2000). O risco transferido é quando se adquire um seguro ou realiza-se um *hedge* financeiro. Reter o risco pode ser de forma ativa ou passiva pois “simplesmente não se assegurar é reter o risco. A firma pode imitar o processo de seguro em assegurar-se com uma política interna de preços, reservas e determinação de perdas que podem ser assumidas” (DOHERTY, 2000, p.5). A redução de risco pode ser realizada por meio de adoção de medidas de segurança, como extintores de incêndio, alarmes de fumaça, entre outros. Por fim, evitar o risco é por não fazer uso de atividades arriscadas, ou substituí-las por processos menos arriscados.

Diferentemente de Doherty (2000), Vaughan (1997) sugere uma quinta técnica relacionada a risco: o risco compartilhado, que se refere tanto a uma forma de transferência como retenção de risco. O autor revela que quando riscos são compartilhados, a possibilidade de perda é transferida da esfera individual para a grupal. “Contudo, compartilhar é também uma forma de retenção na qual os riscos transferidos para o grupo são retidos, junto com os riscos dos outros membros do grupo”. (tradução nossa)(VAUGHAN, 1997, p.20). Quando se adquire uma apólice de seguro, por exemplo, pode-se compreender como uma forma de risco compartilhado por um grupo.

Damodaran (2002, p. 55) comenta que “risco, em um sentido tradicional, é visto como algo negativo”. Contudo, ao realizar uma análise do símbolo chinês que representa a palavra risco, observa-se de um lado o símbolo que se refere a oportunidade, e do outro, o perigo. O autor revela que “esses símbolos ilustram muito claramente a opção que todo investidor e toda empresa têm que fazer – entre a ‘recompensa maior’, que vem potencialmente com a oportunidade, e o ‘risco maior’, que tem que ser aceito como uma consequência do perigo”.

Quanto à classificação de risco, Vaughan (1997) destaca que o risco pode ser classificado em financeiro e não financeiro, dinâmico ou estático, puro ou especulativo, e fundamental ou particular. Risco financeiro refere-se ao risco que

envolve o relacionamento entre um indivíduo (ou uma organização) e um ativo ou expectativa de retornos que podem ser perdidos ou danificados. Portanto, risco financeiro envolve três elementos: (1) um indivíduo ou organização que está exposto a perda, (2) o ativo ou retorno cuja destruição ou desapropriação causará perdas financeiras e, (3) um perigo que pode causar a perda. (tradução nossa) (VAUGHAN, 1997, p.13)

Continuando, o autor ainda separa o risco em estático e dinâmico. Risco dinâmico refere-se àquele resultante de mudanças na economia (ou fatores externos, tais como a economia, ao setor ao qual pertence a organização, os competidores e consumidores), cujos fatores são incontroláveis, mas podem contribuir para a redução financeira da companhia. Outra variável que pode intervir na dinamicidade do risco refere-se ao poder de tomada de decisão do gestor. Tais decisões podem ser acertadas quanto a produzir bens a preços e qualidade compatíveis com o que o mercado consegue absorver, resultando em lucro para a empresa. Se houver algum erro decisório nesta cadeia, o lucro previsto não será atingido, produzindo risco (VAUGHAN, 1997).

Quanto aos riscos puros e especulativos, Vaughan (1997, p.14) explica que “risco especulativo descreve uma situação que envolve a possibilidade de perder ou ganhar[..]”, tal como em uma aposta. Por outro lado, “o termo risco puro, em contraste, é usado para designar aquelas situações que envolvem somente a chance de ganhar ou não ganhar.” O autor exemplifica usando uma situação que envolve a compra de um carro. Quando se adquire um automóvel, o proprietário está exposto à possibilidade de ocorrência de um dano ao seu veículo. Portanto, o resultado desta situação pode ser a perda ou a não perda.

Quanto à classificação de Vaughan (1997, p.15) de risco em fundamental ou particular, o autor revela que a base que fundamenta sua distinção é a origem e consequência de suas perdas. “Risco fundamental envolve perdas que são impessoais em sua origem e consequência.” Pode ser, por exemplo, atribuído a fenômenos naturais (terremotos, enchentes) ou sociais (guerra, desemprego)/econômicos (inflação) que acometem uma população. Por outro lado, riscos particulares “envolvem perdas que emergem de eventos individuais e são sentidos por indivíduos ao invés de todo o grupo”. Um exemplo de risco particular é o roubo de uma empresa ou o incêndio em uma casa.

Silva Neto (1999) destaca que há 4 tipos de risco: risco de mercado, risco legal, risco de crédito e risco operacional. Risco de mercado corresponde à variação de aspectos de mercado tais como taxas de câmbio e preços de ações. Risco de crédito refere-se à falta de capacidade de pagamento por parte de quem toma empréstimo, emite um título ou referente a outras obrigações. São fatores a serem analisados em sua mensuração o valor dos empréstimos, os títulos de renda fixa, as garantias, contratos comerciais, entre outros.

Ainda conforme o mesmo autor, o risco operacional decorre do mau funcionamento do sistema, envolvendo fraudes e atitudes desprovidas de transparência, erros referentes aos serviços e produtos da empresa, ausência de controle entre outros. Por fim, os riscos legais referem-se a fatores regulamentadores que diferem entre as partes investidora e investida, que podem gerar discordâncias em documentações ou procedimentos (SILVA NETO, 1999).

Finnerty (1998) destaca nove tipos de risco aos quais as organizações estão expostas: conclusão, tecnológico, de fornecimento de matéria-prima, econômico, financeiro, cambial, político, ambiental e de força maior. O primeiro, de conclusão, refere-se ao risco de que um projeto não seja concluído, envolvendo custos acima do esperado e falta de insumos, entre outros fatores. O risco tecnológico contempla a obsolescência da tecnologia empregada em determinado projeto, levando a resultados inferiores ao previsto *a priori*.

O terceiro risco abordado pelo autor é o de fornecimento de matéria-prima, envolvendo a indisponibilidade deste fator de produção, demandando, em sua previsão, reservas para a aprovação de um projeto. Outro fator de risco destacado por Finnerty (1998, p.41) é o econômico, em que “a demanda pelos produtos ou serviços do projeto não seja suficiente para gerar a receita necessária para cobrir os custos operacionais e o serviço da dívida do projeto, e ainda oferecer uma taxa de retorno justa aos investidores de capital”. Ressalta-se que crises econômicas influenciam no risco econômico de um negócio.

O quinto risco é o financeiro, para projetos que sofrem influência da flutuação de taxas de juros, por exemplo, devido a um financiamento tomado para sua execução. Caso não haja vínculo com taxa de juros pré-fixada ou elementos de *hedge*, as taxas podem ser crescentes, oferecendo perigo ao negócio. Outro fator de risco, o risco cambial, segundo Finnerty (1998, p.44) “surge quando o fluxo de receita ou de custos de um projeto é denominado em mais de uma

moeda. Em tais casos, uma mudança de taxas de câmbio entre as moedas envolvidas afetará a disponibilidade de fluxo de caixa para o serviço da dívida do projeto.”

Risco político refere-se à probabilidade de interferência de autoridades políticas no negócio, principalmente quando a companhia não está em seu país de origem. Risco ambiental é o fator que ocasiona problemas com o meio ambiente e, por último, o risco de força maior são eventos involuntários e que fogem ao controle da empresa, tais como terremotos ou outras catástrofes da natureza.

Doherty (2000, p.269) resume em quatro os tipos de riscos aos quais as organizações estão expostas: risco operacional, risco financeiro, risco econômico ou de mercado e risco puro ou passível de seguro (*insurable*). O risco operacional refere-se “às falhas dos processos básicos que são o núcleo do negócio, tais como falhas no fornecimento de energia ou na planta produtiva”. O risco financeiro é decorrente “das mudanças no custo de capital que afeta diretamente o valor da firma, e indiretamente se a demanda do produto for sensível às taxas de capital do mercado”. Ainda, segundo o autor, o risco econômico ou de mercado são provenientes “das mudanças no nível de atividade econômica ou mudanças estruturais da economia que afeta a demanda do produto ou o custo de realizar o negócio”. Por fim, o risco puro ou passível de seguro (*insurable*) é aquele “risco em função de perdas ou danos aos ativos da corporação ou reivindicações súbitas destes ativos”.

É relevante destacar que risco e incerteza são elementos distintos. A incerteza ocorre quando não há como prever a ocorrência de evento futuro devido à falta de informação. Risco, contudo, é quando é conhecida a distribuição de probabilidades de ocorrência de eventos por parte do investidor (SANVICENTE; MELLAGI FILHO, 1998). Sendo assim, pode-se constatar que para a mensuração do risco é necessário conhecer a sua distribuição de probabilidades.

Conforme Doherty (2000) afirma, a concepção de risco é inerente a ausência de mecanismos de previsão assertivos sobre acontecimentos futuros. O autor ratifica que

risco refere-se à variação no intervalo de possíveis resultados; quanto maior a potencial variação, maior o risco. No sentido econômico, o risco não se refere à qualidade adversa de alguns resultados (prejuízos ao invés de lucros), mas sim a falta de

conhecimento sobre qual dos vários resultados podem prevalecer.[...] Se o risco não estivesse presente, muitas das nossas decisões seriam triviais, nós simplesmente escolheríamos o curso de ação que teve o maior retorno certo. No entanto, quando o acaso intervém na seleção dos resultados, a tomada de decisão torna-se muito mais complexa e pessoal (tradução nossa) (DOHERTY, 2000, p.17).

Brealey e Myers (1997) revelam que para mensurar o risco são utilizados conceitos da econometria, tais como variância e o desvio padrão, de forma a medir a dispersão dos resultados. Desta maneira, o investidor pode identificar o padrão de risco associado a determinado ativo.

Em concordância com os autores, Vaughan (1997, p.158) afirma que a “distribuição de probabilidades de uma variável aleatória contém uma grande quantidade de informação, descrevendo a relativa probabilidade de cada valor possível que esta variável pode assumir” (tradução nossa). O autor continua, afirmando que esta informação pode ser sintetizada por meio de dois “pedaços de informação”, que ele chama de (1) média e (2) variância da variável aleatória.

Damodaran (2002, p. 56) observa que o risco de um ativo pode ser mensurado por meio da variância dos seus retornos, que representa “uma medida do quadrado da diferença entre os retornos reais e os retornos esperados de um investimento”. Adicionalmente, devem-se analisar vários itens tais como a distribuição dos retornos, que “é caracterizada pela variância ou desvio padrão da distribuição: quanto maior for o desvio dos retornos reais em relação aos esperados, maior será a variância” (DAMODARAN, 2002, p. 57).

Outro aspecto importante na mensuração do risco é o coeficiente de assimetria da distribuição, que serve para identificar se na distribuição existe uma tendência de resultados positivos ou negativos. Por fim, o analista de risco deve estar apto a identificar a curva de frequência estatística da distribuição, sendo que “caudas mais grossas conduzem a uma frequência estatística mais alta. Em termos de investimento, isso dá a tendência do preço desse investimento de ‘pular’ em qualquer das direções”(DAMODARAN, 2002, p. 57).

O autor observa que caso haja normalidade e simetria das distribuições, o investidor não precisa focar sua atenção na observação dos coeficientes de assimetria ou curvas de frequência estatística. Sua argumentação de risco pode estar pautada em apenas dois fatores: “(1) o ‘retorno esperado’ sobre o investimento compreende a recompensa e (2) a ‘variância’ nos retornos

antecipados compreende o risco sobre o investimento” (DAMODARAN, 2002, p.57). O modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) é um modelo de precificação de ativos de capital que utiliza retornos esperados e variância. Tal modelo estabelece que o beta (β) ou risco de um ativo é medido pela covariância do ativo em relação à carteira de investimentos de mercado, dividida pela variância da carteira de investimentos de mercado.

À medida que os riscos são identificados e mensurados, cabe ao gestor administrá-los. Bernstein (1997, p.197) afirma que o gerenciamento de risco busca “maximizar as áreas onde temos certo controle sobre o resultado, enquanto minimizamos as áreas onde não temos absolutamente nenhum controle sobre o resultado e onde o vínculo entre efeito e causa está oculto de nós”. No que se refere a risco de investimentos em ações, a análise da variabilidade de um ativo pode conduzir à identificação do seu padrão de risco.

2.1.2.2 Conceitos e medidas de retorno das ações

Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 183) conceituam retorno como o “ganho ou prejuízo dos proprietários de um investimento durante determinado período de tempo”. Ao adquirir ações, o investidor pretende obter retorno de sua aplicação por meio do recebimento dos dividendos e pela valorização dos ativos adquiridos. O investidor, então, avalia a expectativa de retornos esperados do capital investido, que deve ser analisado em conjunto com o risco do negócio (ASSAF NETO, 2008).

A análise do investimento em ações passa por dois julgamentos: análise técnica e fundamentalista. Conforme Assaf Neto (2008, p. 194), a análise técnica “também conhecida por análise gráfica, dedica-se a estabelecer projeções sobre o comportamento das ações a partir de padrões observados no desempenho passado do mercado”. Já a análise fundamentalista “adota a hipótese da existência de um valor intrínseco para cada ação, com base nos resultados apurados pela empresa emitente. (...) está baseado no desempenho econômico e financeiro da empresa e processa, ainda sofisticadas avaliações e comparações setoriais, bursáteis e conjunturais”(ASSAF NETO, 2008, p.195).

Conforme Pinheiro (2008, p.316), o objetivo da análise fundamentalista “é determinar o real valor de uma ação”, e o da análise técnica “é determinar a tendência de evolução das cotações no curto prazo, a fim de se aproveitar das rápidas

oscilações para auferir ganhos de capital”. A análise técnica realiza averiguações gráficas, partindo de três princípios básicos: “1º) a ação do mercado reflete todos os fatores envolvidos neste; 2º) os preços se movimentam em tendências e 3º) o futuro reflete o passado” (PINHEIRO, 2008, p. 316).

Por meio de análise gráfica, é possível identificar tendências, cuja teoria foi fundamentada em Charles Dow, que “sustenta que as ações negociadas seguem uma tendência de alta ou baixa, a qualquer momento, e para estudar o mercado é necessária a construção de uma média da evolução dos preços, por meio de uma amostra representativa de ativos” (PINHEIRO, 2008, p. 317). Surge, desta teoria, o Índice Dow-Jones, fazendo alusão aos seus criadores, Charles Dow e Edward Jones.

Algumas pesquisas relacionam o retorno das ações a outras variáveis, buscando compreender esta dinâmica. Antunes, Lamounier e Bressan (2006) visaram identificar se o mercado de ações no Brasil atende à hipótese de eficiência de mercado. Teoricamente, buscaram fundamentação no efeito tamanho, que consiste na hipótese de que empresas menores apresentam maiores retornos médios, se comparadas a empresas de maior porte. Os autores usaram para mensurar o tamanho das firmas as seguintes variáveis: o tradicional valor de mercado, valor contábil e o lucro.

Na pesquisa de Antunes, Lamounier e Bressan (2006) foram utilizadas 76 ações que faziam parte da carteira do Ibovespa dos anos de 1997 a 2003, com dados de painel para as variáveis preço diário de fechamento das ações, quantidade de ações, lucro por ação e valor contábil por ação. Antunes, Lamounier e Bressan (2006, p.100) identificaram que

Os testes de efeito tamanho, por sua vez, sugerem que o mercado brasileiro é eficiente na forma semiforte. Não se observou o chamado efeito tamanho ao serem utilizadas as *proxies* valor de mercado e valor patrimonial, tanto na análise de curto prazo (anual) quanto na de longo prazo (todo o período).(...) nenhuma proxy de tamanho parece ser fator relevante de risco. Ou seja, independentemente da proxy utilizada, não se identificou o efeito tamanho e isso permite inferir que o mercado acionário brasileiro é informacionalmente eficiente na forma semiforte, no que tange a informações sobre o tamanho das empresas.(...) Em resumo, os resultados sugerem que o mercado acionário brasileiro é informacionalmente eficiente nas formas fraca e semiforte (no que tange a informações sobre o tamanho das empresas).

2.1.3 Governança Corporativa

Neste tópico são evidenciados os conceitos de governança corporativa e as características que diferenciam as empresas conforme o nível de governança ao qual pertencem, se Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado.

2.1.3.1 Conceito de Governança Corporativa

Ao termo governança corporativa tem sido atribuído diversos significados. A governança corporativa é vista como um campo da administração que lida com o relacionamento entre os diversos *stakeholders* da organização. “Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos”. (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737).

Rabelo e Silveira (1999, p. 4) comentam que “Governança Corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle das corporações”. Estes autores afirmam que o sistema de governança corporativa é influenciado por alguns fatores, dentre eles aspectos ligados à regulamentação econômica e atributos do sistema financeiro.

A evolução do mercado de ações, que atrai cada vez mais investidores, e o aumento no porte das empresas, transformaram organizações familiares em instituições que precisam de gestão profissional. Abrangendo a importância da governança corporativa como o meio pelo qual houve a inclusão do conselho entre aqueles que efetivamente administram a empresa e os detentores de propriedade, Lodi (2000, p. 24) afirma que

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa, e a efetiva propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

Diante da nova configuração da estrutura de propriedade, a governança corporativa tem servido como mecanismo minimizador de possíveis conflitos de agência advindos do distanciamento entre capital e gestão. Seus princípios orientam a tomada de decisão corporativa, ajustando os interesses dos atores organizacionais (CARVALHO, 2002, p. 19).

Atrelando o conceito de governança corporativa com a finalidade de sua aplicação nas organizações, e fazendo menção aos estudos norte-americanos sobre governança corporativa, Denis e McConnel (2003,p.1-2) comentam que governança corporativa é

um conjunto de mecanismos, seja institucional ou baseado no mercado, que induz os controladores interessados de uma empresa (aqueles que decidem a respeito de como a empresa operará) a tomarem decisões que maximizem o valor da companhia para seus proprietários (fornecedores de capital). [...] Mecanismos de governança que tem sido extensivamente estudados nos Estados Unidos podem ser amplamente caracterizados como sendo tanto internos quanto externos à empresa. Os mecanismos internos que são de interesse principal é o conselho da administração e a estrutura de propriedade de capital da firma. Os mecanismos principais externos são o mercado externo para o controle corporativo (a aquisição de controle) e o sistema legal/regulatório. (tradução nossa)

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2004, p.06), trata-se do “sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal”. As atitudes tomadas pelas organizações pertencentes a este sistema buscam que o valor da empresa seja incrementado, buscando atrair novos investidores e a continuidade da entidade.

Segundo Silveira (2004, p. 13), a governança corporativa envolve aspectos internos e externos à organização, e “A minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas.”

A transparência proporcionada pela boa governança corporativa adotada por uma companhia diminui a assimetria informacional que gera o conflito de agência. Conforme expresso por Sirqueira e Kalatzis (2007), tais atitudes proporcionam vantagens para os acionistas minoritários ou não controladores, atenuando prejuízos caso a empresa em que investiram seja vendida.

As estruturas de proteção diante da relação de poder manifestada pelas companhias são proporcionadas pela governança corporativa que, segundo Sirqueira (2007, p. 27), objetiva “garantir os direitos dos acionistas diante dos

possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários...”.

Diversas pesquisas fora do Brasil têm sido motivadas por esta temática (SHLEIFER; VISHNY, 1997; DENIS, 2001; DENIS; McCONNELL, 2003). A pesquisa de Denis (2001) foi realizada abrangendo 25 anos anteriores de pesquisa em governança corporativa. As investigações fundamentavam-se, essencialmente, sobre o problema de agência, em que há a separação entre proprietários e controladores nas organizações modernas. O autor afirma que houve uma proliferação de pesquisas sobre esta temática, e que “uma coisa comum na maioria dos artigos escritos em governança corporativa é o fato que eles apontam que a primeira idéia a respeito desta temática reside por volta de 1776.” (tradução nossa) (DENIS, 2001, p. 192). Esta data foi marcada devido à publicação de Adam Smith, a Riqueza das Nações, em que ele cita que não se espera que o gestor cuide dos negócios que pertencem a outra pessoa com a mesma vigilância.

Denis (2001, p. 193) afirma que os principais potenciais geradores de conflito nas organizações relacionadas ao problema de agência são os seguintes: “1. desejo dos gerentes em se manter no poder; 2. aversão ao risco dos gerentes; 3. fluxo de caixa livre.”(tradução nossa). Quanto às soluções gerais para o problema de agência, o autor comenta que para fazer com que os gerentes ajam em conformidade com os interesses do proprietário, é necessário que se proceda da seguinte forma: obrigando-os contratualmente a agir como tal; monitorando as suas ações e provendo incentivos.

Segundo Jensen (1993, p.850), há somente quatro forças que influenciam a organização na tentativa de resolver os problemas de agência: “ os mercados de capitais, sistema regulatório, legal e político, produto e fatores de mercado, e sistemas de controle internos comandados pelo conselho de administração”. (tradução nossa). É evidenciado pelo autor que o mercado de capitais é influenciado e limitado pelo marco regulatório e legal de um país, mas que este está longe de ser o instrumento mais eficaz para lidar com os problemas organizacionais de desgaste gerencial provocados pelos problemas de agência.

Jensen (1993, p.850) ainda complementa que

enquanto o produto e os fatores de mercado são vagarosos na atuação como uma força de controle, eles disciplinam o inevitável

– empresas que não conseguem fornecer produtos que os consumidores desejam a um preço competitivo não podem sobreviver. [...] Para evitar este gasto de recursos, é importante para nós aprendermos como fazer com que as outras três forças de controle organizacional sejam mais rápidas e eficientes. (tradução nossa)

Por outro lado, Jensen (1993) afirma que se o produto é visto pelo mercado como competitivo, com estrutura de custos que permite o estabelecimento de preços competitivos, é um sinal de que a estrutura de governança corporativa está funcionando, e que os gestores estão agindo em conformidade com os interesses dos detentores do capital. Por fim, a quarta força evidenciada por Jensen (1993) refere-se ao sistema de controle interno propriamente dito, cujas falhas têm provocado o não alcance da maximização e eficiência do valor da corporação.

Conforme expresso por Denis e McConnell (2003, p.41-42), apesar de haver um grande número de pesquisas internacionais que dizem muito sobre o tema, “a mensagem da informação é longe de ser clara e completa. Muito mais resta a ser feito. Nossa compreensão sobre a relação entre sistemas de governança e o valor das economias e das firmas com tais sistemas tem sua importância cada vez maior” (tradução nossa). Tal fato deve-se, essencialmente, segundo os autores, aos mercados emergentes, que se espelham nas economias desenvolvidas para imitar seus procedimentos e incorporá-los em sua própria economia os mecanismos de governança corporativa.

Ainda Denis e McConnell (2003) separam as investigações internacionais (fora dos Estados Unidos) sobre governança corporativa em duas gerações. A primeira geração refere-se a pesquisas que investigam “países individuais em profundidade e estabelecem que há uma importante diferença nos sistemas de governança dependendo dos fatores econômicos envolvidos” (tradução nossa) (DENIS; McCONNELL, 2003, p.42), sendo que os primeiros estudos enfocaram a Alemanha, Japão e Inglaterra. Esta primeira geração normalmente buscava saber se “o mecanismo afeta a performance da firma [...]” ou “o mecanismo afeta decisões particulares tomadas pelas firmas; por exemplo com respeito a substituição e rotatividade dos gestores, políticas de investimento e reações a ofertas externas para controle” (tradução nossa) (DENIS; McCONNELL, 2003, p.7).

A segunda geração de estudos evidenciou que “blocos de acionistas são muito mais comuns em outros países do mundo do que nos Estados Unidos.”(tradução nossa) (DENIS; McCONNELL, 2003, p.28). Além disso, ficou evidente para os autores nesta investigação pela literatura internacional que a presença de blocos de acionistas afetava mais significativamente o desempenho das empresas, sob a perspectiva estatística, em outros países se comparado aos Estados Unidos. Outra conclusão importante, advinda desta segunda geração de estudos, evidenciou que o sistema legal de um país (especialmente relacionado à proteção dos direitos dos investidores) influencia sobremaneira a estrutura de mercados deste país.

No Brasil, algumas pesquisas contemplam a temática (TERRA; LIMA, 2006; GONDRIGE, 2010), principalmente relacionando o valor das ações com as práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias. Terra e Lima (2006, p. 35), por exemplo, procuraram identificar se a divulgação das informações constantes das demonstrações financeiras anuais e trimestrais influencia da mesma forma empresas com ou sem boas práticas de governança corporativa. Seus resultados revelam que:

os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas. Foi possível perceber retornos anormais significativos apenas em duas subamostras (empresas pontuais na divulgação das suas demonstrações financeiras e empresas privadas) em relação aos seus pares (empresas que atrasaram a divulgação das suas demonstrações financeiras e empresas estatais).

Gondrige (2010) buscou identificar os fatores explicativos do nível de evidenciação não obrigatória das empresas brasileiras de capital aberto que negociam suas ações na BM&FBOVESPA. O autor identificou seis variáveis também corroboradas pela teoria: número de membros do conselho, porte da empresa, alavancagem financeira, internacionalização, comitê de auditoria e reputação da empresa de auditoria. Contudo, este autor afirma que no Brasil, talvez devido à evolução, ainda recente, do mercado de capitais, pesquisas que estabeleçam relacionamento entre valor das ações e nível de governança corporativa ainda são escassas.

Em virtude do crescimento das organizações e a complexidade das operações realizadas pelas empresas, torna-se uma necessidade constante de melhorias nas melhores práticas de governança corporativa. Silveira (2002, p.6)

citando Carlsson (2001) comenta que “se o século XIX foi a era dos empreendedores e o século XX foi a era do gerenciamento, o século XXI será a era da governança corporativa, definida por ele como a forma pela qual o poder será exercido em todas as corporações do mundo.”

Em conformidade com as práticas de governança corporativa, as companhias podem ser categorizadas em diferentes níveis. Vieira e Mendes (2006, p.59-60) realizaram uma investigação visando analisar os impactos que a governança corporativa tem no valor das empresas brasileiras, no período de 2001 a 2004. Seus resultados sugerem associação entre a adoção de normas de conduta diferenciadas e o valor das ações, conforme segue:

... no Novo Mercado a relação preço/lucro líquido foi 57,42, no Nível 2 foi 36,41 e no Nível 1 foi de 20,02, o que (...) corrobora a idéia de que o preço superior das ações em relação ao lucro líquido decorre do fato de existir um prêmio implícito nas empresas oriundo das práticas de governança. Observa-se, ainda, que esse prêmio se encontra positivamente correlacionado com o grau de governança.

No próximo tópico, tais níveis serão explicados em função das distintas atribuições que as empresas brasileiras precisam apresentar para pertencer a cada um deles, seja Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado.

2.1.3.2 Níveis de Governança Corporativa

No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) lançou, em dezembro de 2000, uma forma de classificação de “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” nas empresas, organizando em Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado de acordo com o compromisso assumido pela empresa com relação alguns requisitos informacionais demonstrados periodicamente. A seguir, são explicitadas as normas de conduta pertinentes aos diferentes graus de governança corporativa, destacando os mecanismos de adesão e de migração aos níveis 1, 2 e Novo Mercado.

2.1.3.3 Mecanismos de adesão e de migração

Para fazer parte dos níveis diferenciados de governança corporativa, a empresa precisa ingressar no primeiro nível (Nível 1) e atender alguns requisitos

iniciais para compor esta carteira. As práticas são obrigações adicionais, representadas pela lista a seguir: (BM&FBOVESPA, 2010c)

- Precisa ter uma quantidade mínima de ações em circulação no mercado, mantendo uma constância de 25%(vinte e cinco por cento) do capital social próprio;
- Precisa ter um meio acessível e organizado de oferta pública de ações, onde qualquer pessoa física ou pessoa jurídica possa ter a oportunidade de fazer parte da empresa, proporcionando uma maior dispersão do capital aberto pela companhia;
- Não pode ter títulos em circulação da emissão de partes beneficiárias;
- É necessário acompanhar o percentual de participação de cada acionista que detenha capital com direito a voto e se este for superior a 5%(cinco por cento), precisará demonstrar a abertura da posição acionária;
- Carece ter regras claras e divulgadas da relação entre os acionistas com os controladores que irão tomar conta da companhia;
- A companhia deve esclarecer para os analistas de mercado como está a situação econômico-financeira da empresa, através de pelo menos uma reunião anual, divulgando seus projetos e perspectivas da companhia;
- Precisa manter os administradores informados das alternativas de como podem adquirir ações da própria empresa;
- Faz-se necessário divulgar os resultados da empresa para o mercado, anualmente, através de um calendário onde e quando serão realizadas as assembléias e reuniões principais da companhia;
- Quando houver operações envolvendo ativos da empresa, precisará demonstrar e divulgar as regras da operação realizada por parte de seus controladores e de seus acionistas;
- Quando houver oferta pública de ações ao mercado, a empresa necessitará descrever dados e informações dos negócios realizados pela empresa e que venha a ilustrar a sua situação mediante o

mercado, seus processos produtivos, o desempenho da administração em determinado período e os fatores de risco existente nas negociações realizadas, e qualquer outra informação que possa ajudar o agente interessado na aquisição da ação e assim possa diagnosticar uma possível precificação da companhia;

- Caso a empresa tenha participação em outras empresas ou filiais, fará necessária a divulgação também de dados consolidados das demonstrações;
- Os relatórios informacionais divulgados trimestralmente e anualmente, precisam expressar as quantidades e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, gestores, administradores, membros do conselho de administração, diretores e membros do conselho fiscal, indicando a sua evolução no último período; bem como a quantidade de ações em vigência e em circulação, por tipo e classe; devidamente auditada por órgão independente.

Para pertencer ao Nível 1, a BM&FBOVESPA exige da companhia a assinatura de um contrato entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a outra parte, representada pelos administradores e o acionista controlador. Este contrato representa o compromisso firmado do cumprimento dos requisitos deste segmento. As empresas listadas em 2008 neste segmento, objeto desta investigação, são as estabelecidas no Apêndice A.

Quanto ao Nível 2, para uma empresa ingressar neste nível de governança corporativa precisa cumprir com os requisitos do Nível 1 apresentados anteriormente e atender as demais obrigações que serão agora expressas: (BM&FBOVESPA, 2010c)

- Precisa elaborar as demonstrações econômico-financeiras de acordo com as normas internacionais de contabilidade vigente.
- Precisa ter em seu conselho de administração 05 (cinco) membros e mandato unificado de 01(um) até 02(dois) anos, permitido o direito a participação em reeleição. Os conselheiros independentes fazem parte com um mínimo de 20% (vinte por cento) dos membros do próprio conselho;

- Quando houver a venda da empresa, ou mesmo, a venda do controle acionário, os acionistas ordinários poderão ter a oportunidade de participar da oferta de compra, e também tem o direito de pagar o mesmo valor acordado pela negociação realizada na venda do controle da empresa. Já os acionistas preferenciais, podem pagar até 20% (vinte por cento) menos do valor acordado, ou seja, mais barato do que o acionista ordinário;
- Os detentores de ações preferências não têm direito a voto, mas se houver casos com alta relevância corporativa, desde que por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral, como: transformação da sociedade, incorporação de novos empreendimentos, fusão de empresas ou cisão da companhia; quando houver aprovações de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo, onde podem afetar o resultado das empresas e impactar em variações para os demais acionistas;
- A empresa se compromete a realizar a oferta pública de aquisição das ações em circulação, independente de espécie ou classe, pelo valor econômico, em casos em que for realizado o fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível;
- As empresas precisam aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado, com a finalidade de resolver possíveis conflitos legais, societários das relações acionistas-conselhos-direção.

Apresentam-se, no Apêndice B, as empresas listadas neste segmento referente ao ano de 2008.

O último nível de governança corporativa é o Novo Mercado. Trata-se de um dos níveis mais exigentes para se fazer parte de um grupo seleto da governança corporativa e um dos principais fatores que norteou a criação foi devido à falta de proteção ao acionista minoritário. A empresa que tem interesse em ingressar nesse nível, precisa ter cumprido todas as exigências dos Níveis 1 e 2, dessa forma, o nível de informação solicitado é maior, proporcionando aos investidores um maior nível de elementos que explique e justifique o seu aporte em determinada empresa. Em outras palavras, o agente investidor obtém mais segurança das suas operações e maior transparência dos demonstrativos contábeis, bem como o uso de informações assimétricas.

Nesse segmento de mercado, são acrescentados mais alguns requisitos para adesão ao novo mercado, são os seguintes:

- Todos os acionistas têm que ter direito a voto, para isso ser possível torna-se necessário que a empresa tenha e emita exclusivamente ações ordinárias. O que favorece e amplia o direito dos acionistas que passam a ter condição de se manifestarem frente aos demais investidores, expressando também suas idéias perante a alta administração.
- Se a empresa de capital aberto resolver vender o seu controle acionário, todos os acionistas terão o mesmo direito para participar da oferta de compra, proporcionando direitos igualitários ao novo grupo controlador.

O Novo Mercado abriu espaço para a negociação de ações de empresas que adotem boas práticas de governança corporativa; forneçam total transparência às suas demonstrações financeiras e atos da administração; e proporcionem liquidez e dispersão de ações no mercado (CVM, 2010b).

A empresa de capital aberto, participante do Novo Mercado, tem como obrigações adicionais (BM&FBOVESPA, 2010c):

- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras:

demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados, etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

No Apêndice C estão constantes as empresas listadas no Nível Novo Mercado em 2008. No Apêndice D consta um quadro resumo das características das empresas conforme o nível de governança corporativa no ano de 2011.

2.1.4 Sustentabilidade Ambiental Empresarial

Nos últimos anos, o planeta tem presenciado transformações climáticas que geram catástrofes antes não imaginadas. O aquecimento global que provoca alagamentos, terremotos, longos períodos de seca e de chuvas, é instigado pela relação nociva do homem (e das organizações que ele criou) com a natureza. A emissão de gases poluentes, os danos provocados em rios nos arredores da organização e o desenvolvimento de produtos cuja embalagem ou processo produtivo que comprometem o meio ambiente estão sendo substituídas por atitudes ecologicamente corretas por parte de diversas corporações.

Veiga(2005) comenta que são imensos os obstáculos que precisariam ser ultrapassados para que a ciência econômica venha a dar conta da problemática ambiental, isto é, a questão dos “limites naturais”. A cada ano existem acidentes decorrentes de causas naturais do ambiente, onde a explicação para tais acontecimentos ainda são fatores subjetivos e de difícil prevenção. E mesmo assim, ainda acontecem desastres causados pelo homem, causando destruições ao meio ambiente e afetando drasticamente a sociedade.

Tais atitudes corretas sob a perspectiva ambiental ocorrem quer em função da conscientização da função social que a organização exerce, quer seja decorrente da imagem positiva aos potenciais clientes para manutenção e incremento de relações comerciais. O comportamento ambiental sustentável encontra valor na sociedade, e aos poucos vem substituindo ações motivadas unicamente pela busca incessante do lucro, principalmente nos países altamente consumidores ou países em desenvolvimento que visam o progresso econômico (SILVA; QUELHAS, 2006).

Silva e Quelhas (2006, p. 386) revelam que “De acordo com os dados do *Social Investment Forum's 24 January 2006 Trends Reports*, investimentos em empresas com responsabilidade social cresceram 258% desde 1995”. Os mesmos autores comentam que em 2006, pesquisa da *Mercer Investment*

Consulting afirma que “de todos os investimentos do Reino Unido cerca de 47% são investimentos comprometidos com o *Environmental, Social and Governance Analysis (ESG)*”. Os investimentos ambientais em mecanismos de sustentabilidade comprovadamente contribuem para a melhoria no desempenho das organizações, conduzindo a retornos anormais (WRIGHT, 2006, *apud* SILVA; QUELHAS, 2006).

No Brasil, esta associação entre elementos de sustentabilidade e rentabilidade incentivam as organizações a participarem do ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial. Este indicador foi criado em 2005 pela BM&FBOVESPA para evidenciar empresas que possuem práticas de sustentabilidade ambiental e responsabilidade social comprovadas. Investidores que valorizam tais práticas tendem a aplicar seus recursos nestas organizações, e seu efeito multiplicador gera melhoria de *performance* das companhias.

Neste tópico serão discutidos os conceitos de sustentabilidade e o Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, que evidencia empresas que possuem práticas comprovadas de sustentabilidade.

2.1.4.1 Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE

O conceito de sustentabilidade ainda é um conceito polemico. Embora inicialmente utilizado no Relatório Brundtland (BRUNDTLAND, 1991). Neste relatório o modelo de Desenvolvimento Sustentável é definido como: “Modelo de desenvolvimento que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade das gerações futuras em atenderem suas próprias necessidades”.

Baumgartner e Ebner (2010) realizaram investigação que buscou caracterizar a relação entre estratégias de sustentabilidade corporativa, estratégias competitivas corporativas e mecanismos de sustentabilidade. Os autores identificaram que “os níveis de maturidade das estratégias de sustentabilidade corporativas e sua relação com as estratégias competitivas colaboram no processo de planejamento estratégico e em sua condução no caso de desenvolvimento de uma sustentabilidade corporativa”. (tradução nossa) (p.88).

Veiga(2005) afirma que o conceito passou de substantivo para a categoria de adjetivos. A partir da incorporação e das inúmeras definições que lhe são designadas, perde-se o rigor conceitual de uma definição adequada.

Como o objetivo deste trabalho refere exclusivamente à consideração do ISE, não será discutido este conceito neste trabalho.

A despeito da definição de sustentabilidade vários trabalhos buscam relacionar indicadores de preocupação das empresas com a sustentabilidade e sem associação com os vários aspectos da gestão e do desempenho.

A partir da definição de desenvolvimento sustentável pelo Relatório Brundtland (BRUNDTLAND, 1991), pode-se perceber que tal conceito deve abranger além do impacto da atividade econômica no meio ambiente.

Desenvolvimento sustentável se refere principalmente às conseqüências na sociedade da relação da qualidade de vida e do bem-estar da sociedade, tanto impactando o presente e principalmente quanto o futuro. A aplicação do conceito à realidade requer, no entanto, uma série de medidas tanto por parte do poder público como da iniciativa privada, assim como exige um consenso internacional.

Segundo o Relatório Brundtland (BRUNDTLAND, 1991) uma série de medidas deve ser tomada pelos Estados nacionais:

- a) limitação do crescimento populacional;
- b) garantia de alimentação em longo prazo;
- c) preservação da biodiversidade e dos ecossistemas;
- d) diminuição do consumo de energia e desenvolvimento de tecnologias que admitem o uso de fontes energéticas renováveis;
- e) aumento da produção industrial nos países não-industrializados à base de tecnologias ecologicamente adaptadas;
- f) controle da urbanização selvagem e integração entre campo e cidades menores;
- g) as necessidades básicas devem ser satisfeitas.

No nível internacional, as metas propostas pelo Relatório são as seguintes:

- a) as organizações do desenvolvimento devem adotar a estratégia de desenvolvimento sustentável;
- b) a comunidade internacional deve proteger os ecossistemas supranacionais como a Antártica, os oceanos, o espaço;
- c) guerras devem ser banidas;

d) a ONU deve implantar um programa de desenvolvimento sustentável.

A temática, sustentabilidade, tem sido abordada por diversas pesquisas (SILVA;QUELHAS,2006; CORRÊA, 2009; ONO,2010, por exemplo). Silva e Quelhas (2006) buscaram identificar, por meio de pesquisa empírica, se mecanismos de sustentabilidade influenciam no custo do capital próprio de empresas de capital aberto no Brasil que pertencem ao ISE. Concluíram que existe tal associação, pois seus resultados “confirmaram que ao adotarem as práticas de sustentabilidade existe uma redução do risco sistemático” (p.393).

Corrêa (2009), em sua dissertação de mestrado, relatou a existência de pesquisas com resultados contraditórios quanto à influência do *disclosure* ambiental das empresas sobre seu desempenho. Sua investigação baseou-se na análise desta relação em função de duas abordagens teóricas (Teoria da Divulgação Voluntária e Teoria da Legitimidade). O autor analisou 55 grupos empresariais componentes do Ibovespa, e sua pesquisa indicou “a existência de uma relação positiva entre o desempenho ambiental e o nível de divulgação ambiental das empresas” (CORRÊA, 2009, p.7), evidenciando a Teoria da Divulgação como potencial explicação para esta relação.

A pesquisa de Ono (2010), referente à sua dissertação de mestrado, buscou analisar os relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras visando identificar informações relacionadas à contabilidade da gestão ambiental. A autora revelou que as 56 empresas analisadas apresentaram 475 informações ambientais, sendo sua maioria referente a emissões, efluente e resíduo.

Guidry e Patten (2010) realizaram uma pesquisa baseada em econometria na busca de identificar se os participantes do mercado percebem valor na escolha corporativa de começar a publicar relatórios de sustentabilidade. Os resultados apontaram que “na média não há reação significativa do mercado (...). Contudo, em análises *cross-sectional*, foi encontrado que companhias com uma maior qualidade de divulgação exibem reações de mercado mais positivas que companhias que possuem menor qualidade de reporte” (tradução nossa) (p.33).

O ISE foi criado em 2005 pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVces), da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP). A premissa fundamental para seu desenvolvimento foi de destacar empresas com características diferenciadas de sustentabilidade

em suas diversas dimensões, permitindo aos investidores a opção de aplicar seus recursos em organizações detentoras de tais práticas.

A metodologia para identificar empresas com características sustentáveis baseia-se em um questionário, que em 2010 foi revisado por especialistas pertencentes ao Conselho Deliberativo do ISE- CISE e do Centro de Estudos em Sustentabilidade (BM&FBOVESPA, 2010d). Esta revisão ocorreu diante da necessidade de “aprofundamento do tema de engajamento com partes interessadas, a adequação das questões de governança corporativa à luz das instruções CVM 480 e 481 e a introdução de uma nova dimensão, Mudanças Climáticas” (BM&FBOVESPA, 2010d, p.2).

O questionário contempla 6 dimensões (geral, natureza do produto, governança corporativa, social, econômico-financeira e mudanças climáticas). Na dimensão geral, são analisados os compromissos da organização (fundamental e voluntário), o alinhamento com tais compromissos (consistência dos compromissos, política de engajamento com partes interessadas e remuneração), transparências e mecanismos de combate à corrupção.

Na dimensão 2, natureza do produto, evidenciam-se os impactos pessoais do uso do produto (riscos para o consumidor ou terceiros), impactos difusos do uso do produto (riscos difusos e observância do princípio da precaução) e cumprimento legal (informações que são prestadas ao consumidor e monitoramento de sanções judiciais ou administrativas).

A terceira dimensão, governança corporativa, revela os seguintes aspectos referentes à organização: estrutura de propriedade (mecanismos de proteção aos minoritários, transparência e cumprimento legal), conselho de administração (sua estrutura e dinâmica), aspectos relacionados à qualidade da gestão, auditoria e fiscalização (mecanismos de *accountability*) e conduta e conflito de interesses.

A dimensão 4, econômico-financeira, abrange questões políticas (planejamento estratégico, ativos intangíveis e defesa da concorrência), características de gestão (riscos e oportunidades corporativos, crises e plano de contingência, ativos intangíveis, gestão do desempenho, defesa da concorrência), desempenho (análise das demonstrações financeiras, lucro econômico e equilíbrio do crescimento) e cumprimento legal.

A dimensão social é a quinta de seis dimensões no questionário do ISE. Os critérios referem-se à política (compromisso com princípios e direitos

fundamentais nas relações de trabalho, participação em políticas públicas, respeito à privacidade, uso da informação e *marketing*), gestão (aplicação dos compromissos com princípios e direitos fundamentais nas relações de trabalho, relação com a comunidade, fornecedores, clientes e consumidores), desempenho (diversidade e equidade, contratação de trabalhadores terceirizados, gestão de fornecedores e resolução de demandas de clientes) e cumprimento legal (indicadores de público interno, clientes e consumidores e a sociedade em geral).

A última dimensão, criada em 2010, contempla as mudanças climáticas. Os indicadores observados são política (compromisso, abrangência e divulgação), gestão (responsabilidade ambiental, planejamento/gestão de riscos e oportunidades, inventário de emissões, sistema de gestão e diálogo com partes interessadas), desempenho (resultados) e *reporting* (divulgação).

As empresas que compunham a Carteira ISE em 2008 são as apresentadas no Apêndice E, conforme setor de atuação (BM&FBOVESPA, 2010d).

2.2 CRISE FINANCEIRA DE 2008

Devido à interligação das economias em função das rápidas tecnologias, comunicações facilitadas e ausência de barreiras alfandegárias, a exposição de um país a um fenômeno de desaceleração econômico-financeira de outro país aumentou potencialmente. Os capitais tornaram-se mais voláteis e com a interligação de sistemas financeiros internacionais a fuga de investidores é presenciada com frequência em cenários de crise (PINHEIRO, 2008).

As crises são reveladas quando o sistema financeiro de uma nação sofre de ausência de liquidez. Conforme explicita Pinheiro (2008, p.99), “uma crise financeira é uma forte e rápida perda de riqueza e substância social, política e institucional em uma economia, manifestada pelo colapso dos preços dos ativos, recessão e desemprego, gerando ameaça à estabilidade da moeda e do sistema bancário”.

No segundo semestre de 2008, mais precisamente entre agosto e outubro, o mercado brasileiro sofreu os efeitos da crise financeira norte-americana de hipotecas *subprime*, cuja bolha imobiliária especulativa abalou as finanças

internacionais como um todo (PRATES; FARHI, 2009). O ano de 2008 demonstrou resultados de desaceleração da economia em função do fenômeno. Mazzucchelli (2008, p.58) destaca que “De acordo com a Federação Mundial das Bolsas de Valores, a desvalorização da riqueza acionária global somou US\$ 29,5 trilhões entre outubro de 2007 e outubro de 2008.”

As causas da crise de 2008 podem ser, de alguma forma, comparáveis à crise de 1929. De acordo com Mazzucchelli (2008, p.61),

No final da década de 1920 e início da de 1930, era ainda limitado o grau de regulação e controle exercido pelas autoridades monetárias sobre o conjunto dos sistemas financeiros. Nos Estados Unidos — o epicentro do terremoto de 1929-1933 — era destacada a proliferação de bancos de pequeno e médio porte, muitos deles fora da área de supervisão do *Federal Reserve*. Ao mesmo tempo, a inexistência de um “muro de contenção” entre os bancos comerciais e os bancos de investimento permitiu que os primeiros se envolvessem em operações de alto risco, comprometendo de modo temerário os recursos dos depositantes (fenômeno que voltaria a se repetir em 2007-2008)

O desequilíbrio financeiro internacional, que impactou no Brasil devido à abertura econômica, provocou efeitos sobre as empresas. Portanto, é relevante compreender a origem desta crise, bem como o comportamento do mercado de ações brasileiro no período de sua manifestação.

2.2.1 Origem da Crise Financeira de 2008

Entre 2003 e primeiro semestre de 2008, a economia global foi caracterizada por intensa expansão, caracterizada por inflação baixa e elevado crescimento. Os países denominados de BRIC- Brasil, Rússia, Índia e China eram responsáveis por grande parte da renda mundial e principalmente a China era vista como o grande mercado produtor e os Estados Unidos, o potencial mercado consumidor (PRATES; CUNHA, 2009).

Segundo as mesmas autoras, com a redução das taxas básicas de juros, houve um incentivo à expansão imobiliária, culminando em uma bolha especulativa. Com impostos de empresas e pessoas físicas de maior renda sendo reduzidos, provocou-se um aumento de consumo dos indivíduos, expandindo seus gastos e conseqüentemente do país norte-americano, com o incremento de seu endividamento público e privado. Ao contrário do que se podia imaginar, a

crise não teve sua origem nos países em desenvolvimento, mas sim nos Estados Unidos, que contagiou os países desenvolvidos (PRATES; CUNHA, 2009).

Prates e Fahri (2009) identificaram duas fases distintas da crise financeira de 2008. A primeira fase compreende o período de julho de 2007 a junho de 2008, cujos elementos indicadores de crise eram desvalorização do dólar em relação às demais moedas, e o aumento de preços das *commodities* no mercado internacional. A segunda fase iniciou-se após o período de agosto de 2008, assinalando um momento de recessão mundial com perspectivas futuras de continuidade. Observou-se que a relação dólar e *commodities* apresentada na segunda fase foi contrária à primeira, ou seja, houve a valorização do dólar e desvalorização dos preços das *commodities*.

As mesmas autoras afirmaram que:

A partir de agosto, no entanto, o acirramento da crise financeira, que assumiu dimensões sistêmicas após a falência do Lehman Brothers, provocou forte aumento da aversão aos riscos. Nesse contexto, os ativos e a moeda brasileira tornaram-se importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade dos investidores. De agosto a fim de outubro de 2008, a desvalorização dos ativos e da taxa de câmbio do real foi tão rápida e intensa que se tornou comparável à sofrida pelas outras economias emergentes em dezesseis meses, ou seja, desde o início da crise. (PRATES; FAHRI, 2009, p.1-2).

Sobre o potencial preditivo dos acadêmicos e profissionais a respeito da crise, Bezemer (2010, p. 686) realizou uma investigação explicitando visões opostas, manifestadas por análises macroeconômicas e modelos contábeis. Explorou a estrutura dos modelos contábeis, contrastando-a com os modelos usados nos bancos centrais e na economia americana. O autor finaliza suas reflexões fazendo alusão a uma nova área de investigação, que deve ser pauta de pesquisas cada vez mais freqüentes, em que “o campo da macroeconomia e o acesso e previsão da estabilidade macrofinanceira, parece ser o escopo de uma contabilidade da economia”.

2.2.2 Mercado de Ações Brasileiro na Crise Financeira de 2008

Observa-se, na Figura 2, o comportamento do Índice Ibovespa no período de 2008 a 2010. Consta-se que tal indicador apresenta recuperações no período posterior à crise financeira. Contudo, conforme se pode verificar na Figura 3, este indicador apresentou uma curva descendente de abril a dezembro de 2008, cuja desvalorização pode ter indícios de motivação pelos efeitos da crise financeira norte-americana.

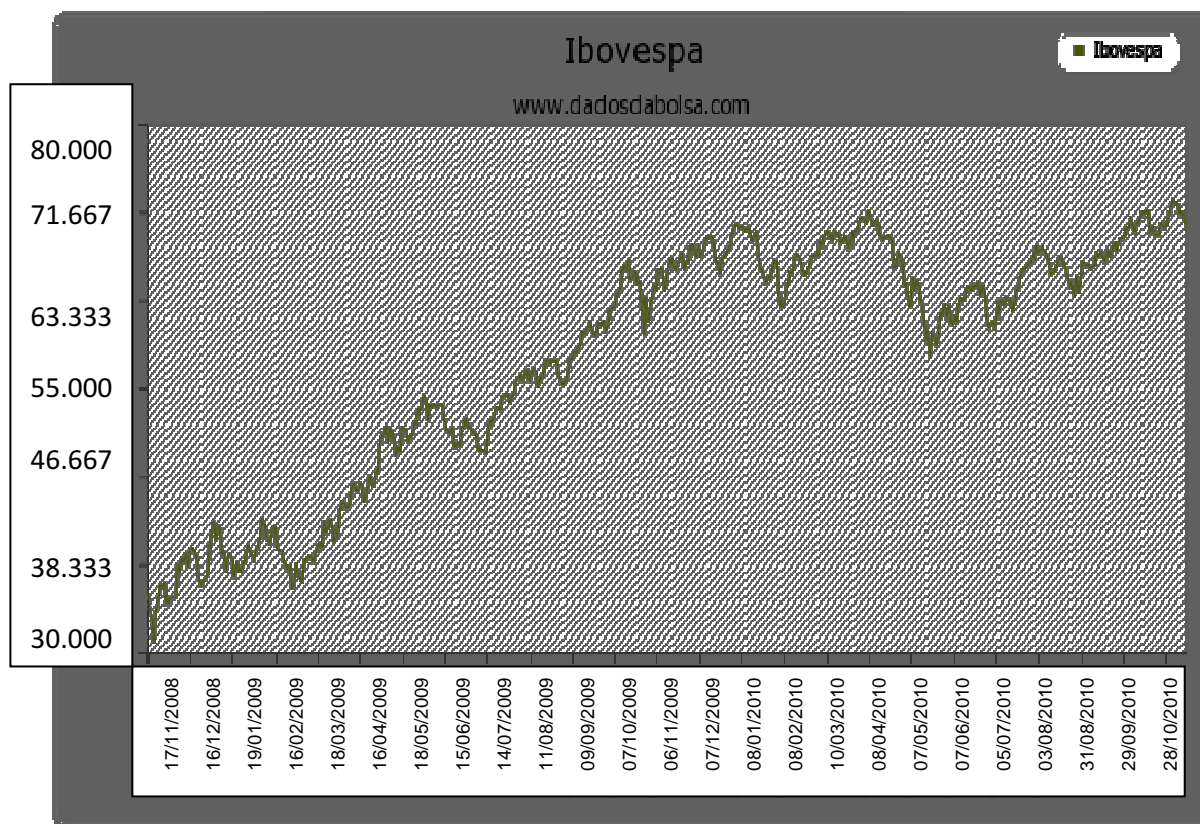


Figura 2: Comportamento temporal do Ibovespa no período 2008 a 2010.

Fonte: DADOSDABOLSA (2010)

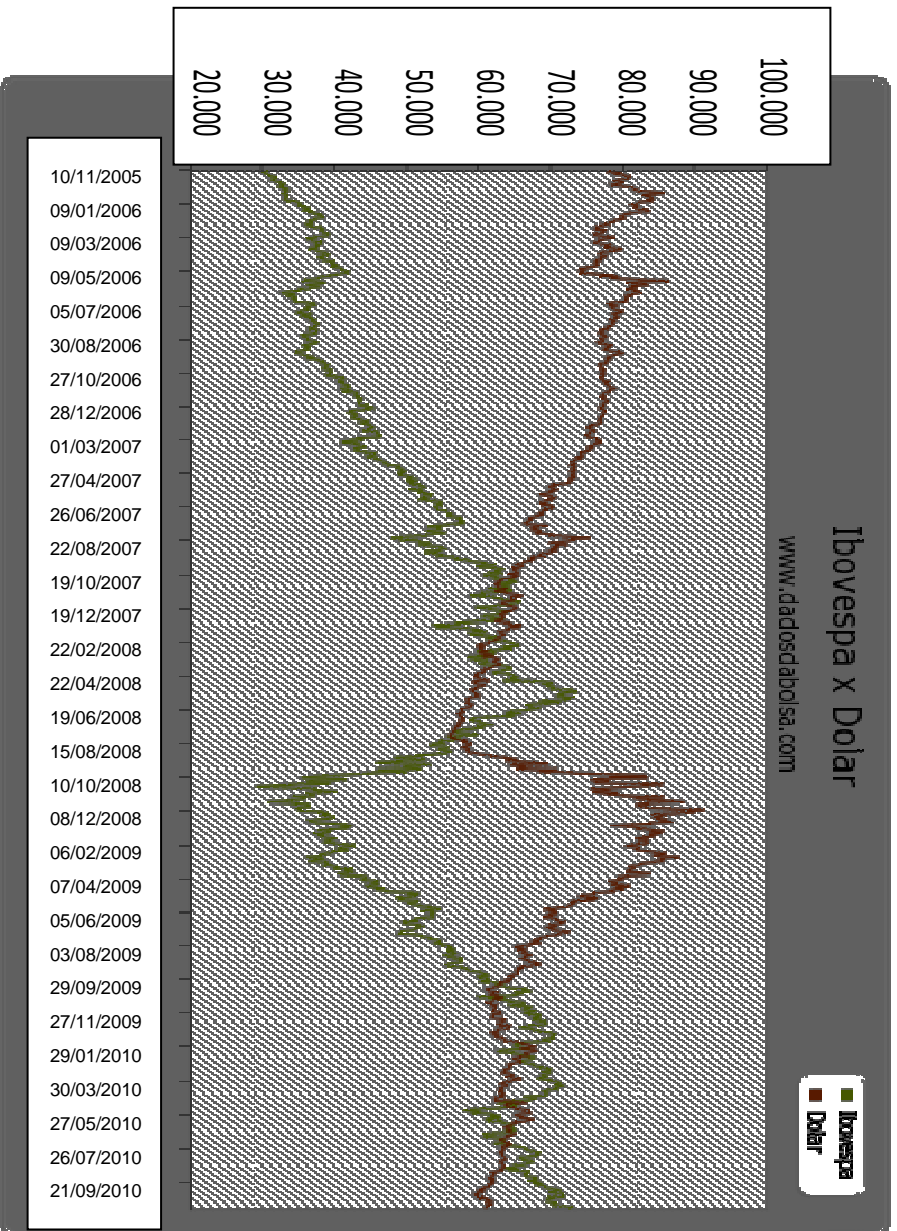


Figura 3: Comparação dos dados do Ibovespa e do Dólar (2005-2010)

Fonte: DADOSDABOLSA (2010)

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são descritos os procedimentos metodológicos da pesquisa, demonstrando como ela foi realizada, sua classificação, o desenho e perguntas de pesquisa, construtos e definições operacionais das variáveis envolvidas na análise e o tratamento estatístico para análise dos dados da investigação.

3.1 TIPIFICAÇÃO DA PESQUISA

Segundo Cooper e Schindler (2003), a presente investigação envolve procedimentos formais devido à existência de uma questão de pesquisa previamente formulada. Categoriza-se como um estudo *ex post facto* devido ao pesquisador coletar dados secundários previamente prontos para investigação, não tendo sob seu poder a produção de efeitos nas variáveis em estudo.

Quanto ao objeto de análise, a pesquisa é exploratória, pois há poucos estudos relacionados ao tema. Além disso, emprega aspectos de descrição e associação, devido à busca do pesquisador na descrição das variáveis em estudo e também na correlação entre elas. Trata-se de um estudo estatístico, buscando a amplitude da investigação, cuja abordagem do problema é quantitativa.

Com relação à dimensão de tempo, o estudo é transversal, tendo como corte de análise o período da crise de 2008. Este período foi determinado, para efeito de averiguação neste estudo, como sendo o mês de setembro de 2008 o início do impacto no mercado interno brasileiro, considerado o período durante a crise do dia 03/09/2008 a 05/11/2008, que, segundo Boschi (2010) foi o momento em que se observou a transferência dos efeitos da Crise Financeira de 2008 dos Estados Unidos para o Brasil.

3.2 DESENHO E PERGUNTAS DA PESQUISA

A questão de pesquisa que o estudo tem a pretensão de responder é a seguinte: **O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Nível de Governança Corporativa constituíram, individual ou conjuntamente, fatores de**

diferenciação de risco das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA durante a Crise de 2008? Visualmente, pode ser observada na Figura 4.

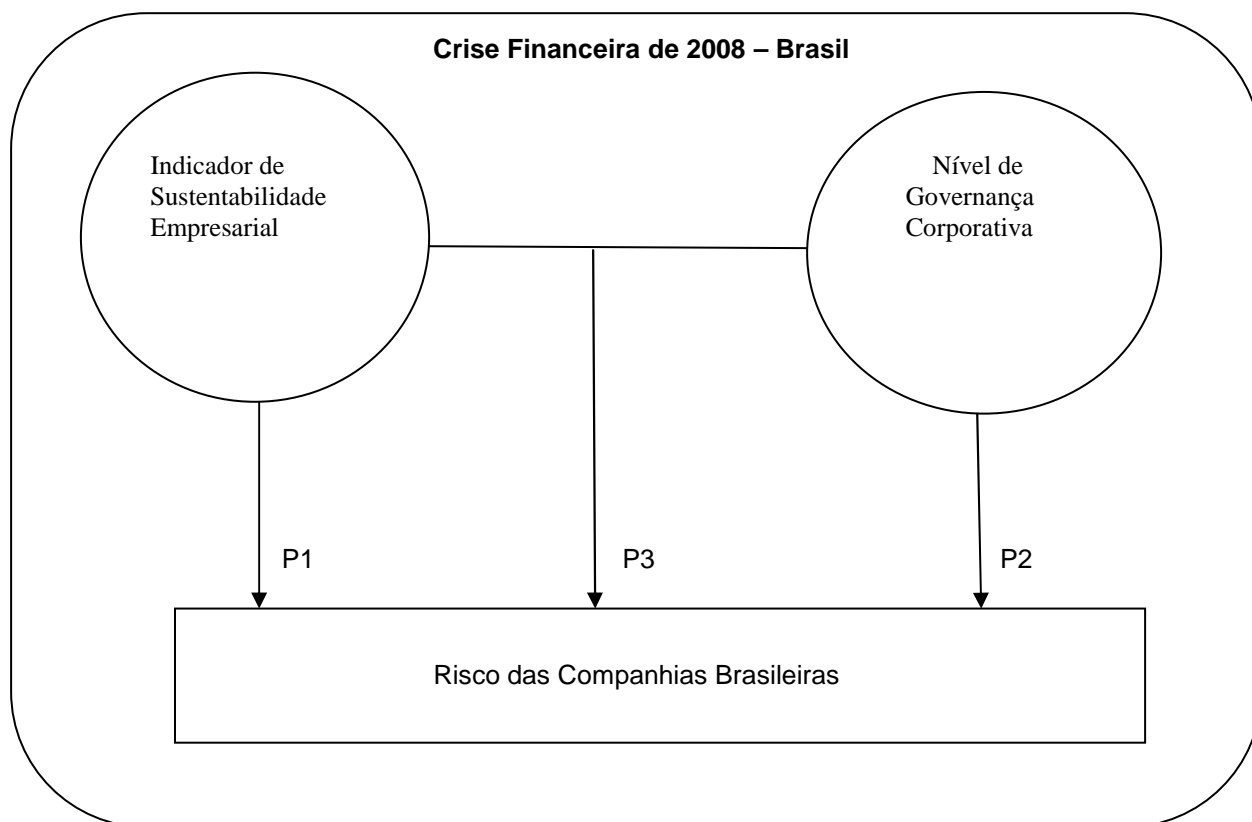


Figura 4: Desenho da Pesquisa

Fonte: O autor (2010)

As perguntas apresentadas na Figura 4 são explicativas pois auxiliam na interpretação dos dados em investigação (LAKATOS; MARCONI, 1991). Sendo assim, as perguntas a serem respondidas pela presente investigação são as seguintes:

- O Índice de Sustentabilidade Empresarial é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a crise de 2008?
- O Nível de Governança Corporativa é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a crise de 2008?
- O Índice de Sustentabilidade Empresarial e o Nível de Governança Corporativa são, conjuntamente, fatores redutores do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a crise de 2008?

3.3 CONSTRUTOS E DEFINIÇÕES OPERACIONAIS

Os construtos da presente investigação podem ser definidos conforme segue:

- 1) Crise Financeira de 2008 – momento em que a Crise do *Subprime* dos Estados Unidos afeta o Brasil, em Setembro de 2008;
- 2) Sustentabilidade Empresarial – práticas de sustentabilidade determinadas pelo fato de a companhia estar listada no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE);
- 3) Nível de Governança Corporativa – adoção de mecanismos de governança corporativa evidenciados pela pertença aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado);
- 4) Risco das Ações – variabilidade (variação no preço) das ações das companhias brasileiras no período em análise.

3.4 DESCRIÇÃO DOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Inicialmente, foram investigadas as empresa listadas na BM&FBOVESPA em 2008. Destas empresas, foram pesquisadas quais eram listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e quais eram listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial(ISE), separando as empresas em 9 grupos:

- Grupos de 1 a 5: referentes aos níveis de governança corporativa:
 - Grupo 1: Empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa;
 - Grupo 2: Empresas listadas no Nível 2 de governança corporativa;
 - Grupo 3: Empresas listadas no Novo Mercado de governança corporativa;
 - Grupo 4: Empresas Sem Nível de governança corporativa;
 - Grupo 5: Empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa;
- Grupos 6 e 7: referentes ao critério de sustentabilidade:
 - Grupo 6: Empresas listadas no ISE;

- Grupo 7: Empresas não listadas no ISE;
- Grupos 8 e 9: referentes à apresentação simultânea de grau diferenciado de sustentabilidade e governança corporativa:
 - Grupo 8: Empresas listadas no ISE e nos níveis de governança corporativa simultaneamente;
 - Grupo 9: Empresas que não estão listadas no ISE e nos níveis de governança corporativa simultaneamente.

Os valores possíveis assumidos pelas empresas em cada construto/variável em análise são estabelecidos no Quadro 2.

Construto	Variável	Valor	Código
Sustentabilidade	ISE	Sem	0
		Com	1
Governança Corporativa	NGC	Sem	0
		Com N1	1
		Com N2	2
		Com NM	3
Risco das Ações	Variação do Preço das Ações	Valor de fechamento do pregão	

Quadro 2: Construtos e variáveis investigadas
Fonte: O autor (2011)

Logo após, foi realizada coleta de dados no software Economática, referente ao preço das ações (preferenciais e ordinárias) destas empresas de 30/06/2008 a 05/11/2008. Considera-se o período de 30/06/2008 a 02/09/2008 antes da crise (AC), e de 03/09/2008 a 05/11/2008 como durante a crise (C). De posse destes dados, foi realizada análise gráfica das evoluções dos preços das ações dos 9 grupos.

3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO PARA ANÁLISE DOS DADOS

Para o presente estudo, realizaram-se análises gráficas atreladas à análise da medida de dispersão variância. As análises gráficas são fundamentais para identificar o comportamento do preço das ações ao longo do tempo, verificando variações que poderiam ser significativas no período em investigação.

Medidas de dispersão, segundo Martins (2002, p.52) “são medidas estatísticas utilizadas para avaliar o grau de variabilidade, ou dispersão, dos valores em torno da média. Servem para medir a representatividade da média”. Para medir a dispersão dos dados comparando-se à média, é necessário identificar os desvios de cada valor com relação à média. Ainda conforme Martins (2002, p. 53), “a variância, S^2 , de uma amostra de n medidas é igual à soma dos quadrados dos desvios, $\sum d_i^2$, dividida por $(n-1)$ ”.

Segundo Fonseca e Martins (1996, p.33), “quando o coeficiente de variação for menor ou igual a 10% tem-se pequena variabilidade, quando for maior que 10% e menor ou igual a 20%, tem-se média variabilidade e acima de 20% tem-se grande variabilidade.” Alguns analistas consideram:

- ✓ Baixa dispersão: $V \leq 15\%$
- ✓ Média dispersão: $15\% < V < 30\%$
- ✓ Alta dispersão: $V \geq 30\%$

Graficamente, no presente estudo foi analisado o gráfico *Box Plot*. Segundo Bruni (2007, p.24), o autor inventor desse diagrama foi o matemático e químico Prof. John Wilder Tukey, que com seus estudos estatísticos de problemas verdadeiros e dados reais possibilitou o desenvolvimento desse instrumento simples e bastante aplicado na análise exploratória de dados.

Originariamente, este gráfico é chamado de *Box-and-Whisker Plot* (diagrama caixa e bigode); *Box* representando a “caixa” do gráfico e *whisker* (bigode) representando as linhas laterais, apresentado na Figura 5.

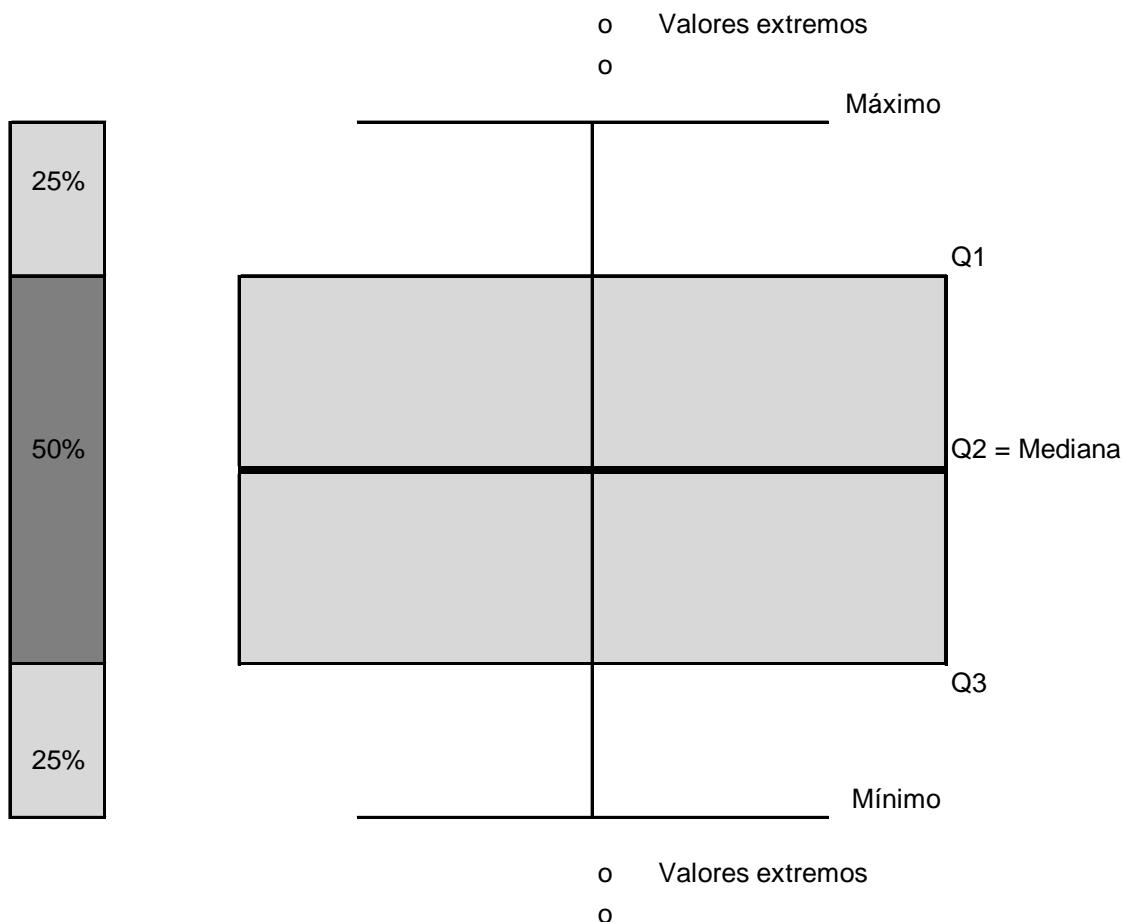


Figura 5: Representação Gráfica do *Box Plot*.

Fonte: Bruni (2007, adaptado pelo autor)

Segundo Levine (2005, p.118), “Um *box-plot* fornece uma representação gráfica dos dados, com base no resumo de cinco números”, representados por: uma mediana (segundo quartil); primeiro e terceiro quartil, e os pontos mínimos e máximos.

A linha vertical desenhada dentro da caixa (*box*) representa a mediana, que é uma medida de posição, pois demonstra o valor central dentre uma série de outros valores (ou quantidades), organizada por ordem de grandeza e separando em dois grupos de mesma quantidade abaixo ou acima do valor central. A linha vertical ao lado esquerdo da caixa representa a localização de Q1 (primeiro quartil), e a linha vertical ao lado direito da caixa representa a localização de Q3 (terceiro quartil). Portanto, a caixa contém os 50% centrais das observações na distribuição.

Os 25% dos dados inferiores estão representados por uma linha (um bigode ou *whisker*) ligando o lado esquerdo da caixa à localização do menor valor. De forma similar, os 25% dos dados superiores estão representados por

uma linha, que liga o lado direito da caixa ao maior valor. Desta forma, é possível visualizar não só a mediana, como a dispersão e a assimetria dos dados.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este tópico é dedicado à análise dos resultados da pesquisa. Primeiramente, são apresentados os dados de forma descritiva. Em seguida, são analisadas as perguntas de pesquisa com base nas inferências realizadas.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

Após a coleta dos dados foi realizada a tabulação e construção das tabelas e gráficos para facilitar a análise dos resultados. Para isso ser possível utilizou-se de métodos estatísticos que serão apresentados no decorrer dos tópicos.

No primeiro processamento dos dados, levou-se em consideração que haviam 397 empresas listadas no BM&FBOVESPA, e que destas empresas correspondiam-se a 661 ações ativas, sendo parte delas ações preferenciais e ações ordinárias. Numa análise visual da amostra, observou-se que havia empresas com pouca participação nos pregões e com intervalos de negociação distanciados do normal; desta forma, buscou-se selecionar as empresas que participavam de, no mínimo, 30 pregões antes da crise de 2008 e também participavam de, no mínimo, 30 pregões durante a crise.

Tomando por base o mínimo de 30 pregões, o período considerado **antes** da crise foi de 30/06/2008 a 02/09/2008; enquanto o período considerado **durante** a crise foi de 03/09/2008 a 05/11/2008. Sendo assim, foram trabalhados os dados com as ações que participavam com um máximo de 46 pregões, relacionados antes da crise e durante a crise.

No primeiro tratamento dos dados, devido à participação no número mínimo de pregões, houve uma redução de ações de 661 ações para 330 ações que se enquadraram no número mínimo e máximo de participação nos pregões dentro do período analisado. Todas as ações foram extraídas das empresas listadas no BM&FBOVESPA e como um dos objetivos é identificar as que aderiram ao Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE, separou-se as empresas através da Figura 6 apresentada a seguir:

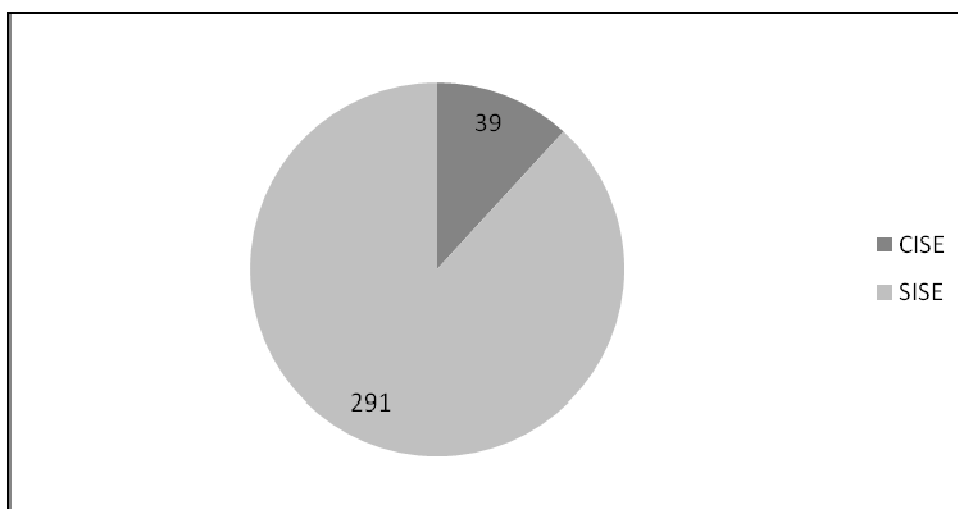


Figura 6: Quantidade de Ações Com e Sem ISE

Fonte: O autor (2011)

Do total de 330 ações preferenciais e ordinárias, em torno de 88%, ou seja, 291 eram ações de empresas que não participavam do ISE (SISE – Sem ISE) em 2008, restando aproximadamente 12% de ações de empresas que tinham sido aprovadas no ISE (CISE – Com ISE) no mesmo ano e que estão abaixo relacionadas, conforme o Quadro 3.

Ordem	Empresas participantes do ISE	Códigos	Separação por níveis
1	Aracruz	FIBR3	Nível 1
2	Bradesco	BBDC3,4	Nível 1
3	Braskem	BRKM3,5	Nível 1
4	Cemig	CMIG3,4	Nível 1
5	Cesp	CESP3,5,6	Nível 1
6	Eletrobrás	ELET3,6	Nível 1
7	Gerdau	GGBR3,4	Nível 1
8	CIA Paranaense de Energia - COPEL	CPLE3,6	Nível 1
9	Sadia	SDIA3,4	Nível 1
10	Suzano Papel	SUZB5	Nível 1
11	VCP	FIBR3	Nível 1
12	Metalúrgica Gerdau	GOAU3,4	Nível 1
13	Itaubanco	ITSA3,4	Nível 1
14	Eletropaulo	ELPL5,6	Nível 2
15	Suzano Petroquímica	SZPQ3,4	Nível 2
16	Banco do Brasil	BBAS3	Novo Mercado
17	CCR Rodovias	CCRO3	Novo Mercado
18	CPFL Energia	CPFE3	Novo Mercado
19	DASA	DASA3	Novo Mercado
20	Embraer	EMBR3	Novo Mercado
21	Energias do Brasil (EDP)	ENBR3	Novo Mercado

Quadro 3: Empresas que pertenciam ao ISE em 2008, separadas por Nível de Governança Corporativa

Fonte: site da BM&FBovespa (adaptado pelo autor)

Ordem	Empresas participantes do ISE	Códigos	Separação por níveis
22	Light	LIGT3	Novo Mercado
23	Natura	NATU	Novo Mercado
24	Perdigão	PRGA3	Novo Mercado
25	Sabesp	SBSP	Novo Mercado
26	Tractebel	TBLE	Novo Mercado
27	lochpe-Maxion	MYPK	Novo Mercado
28	WEG	WEGE	Novo Mercado
29	AES Tietê	GETI3,4	Sem Governança Corporativa
30	Acesita	ACES3,4	Sem Governança Corporativa
31	Coelce	COCE3,5	Sem Governança Corporativa
32	Petrobrás	PETR3,4	Sem Governança Corporativa

Quadro 3: Empresas que pertenciam ao ISE em 2008, separadas por Nível de Governança Corporativa (continuação)

Fonte: site da BM&FBovespa (adaptado pelo autor)

Do total de 330 ações encontradas, foi realizada a separação das ações por níveis de governança corporativa e sem governança corporativa, gerando a Tabela 3, ilustrando a amostra inicial de como se apresenta até o momento do estudo. Cabe ressaltar que as 32 empresas geraram 39 ações, considerando que algumas possuíam 2 ou 3 ações (ordinárias, preferenciais A e preferenciais B) e algumas não foi possível ter acesso aos dados.

Tabela 3: Número de ações separadas por níveis de governança corporativa

	NM	N1	N2	SGC	TOTAL DE AÇÕES
CISE	12	20	2	5	39
SISE	78	37	23	153	291
TOTAL	90	57	25	158	330

Fonte: o autor (2011)

As empresas que participavam do ISE em 2008 totalizaram 39 ações distribuídas de acordo com o Quadro 3. Em relação às demais empresas, percebe-se que houve um maior número de companhias que não participavam do ISE tanto nos níveis diferenciados de governança corporativa, como nas empresas sem governança corporativa. Desta forma, optou-se em ordenar por intervalo de classes para selecionar a nova amostra. Como o nível 2 apresentou, no seu conjunto, um total baixo de ações, não houve necessidade de reduzir a amostra; sendo assim, as tabelas foram apresentadas da seguinte forma (Tabelas 4 a 7, respectivamente).

Tabela 4: Número de ações que participaram nos pregões – Nível 1

Intervalo de classe	frequência	%
30-40	2	5,41
41-50	2	5,41
51-60	2	5,41
61-70	0	0,00
71-80	1	2,70
81-92	30	81,08
Total	37	100

Fonte: O autor (2011)

A Tabela 4 de distribuição de frequência sintetiza e organiza uma coleta de dados referente ao Nível 1 de governança corporativa. Mostra a distribuição de ações por classe e nota-se um maior número de ações localizado na última classe, chegando a 81% de representatividade.

Tabela 5: Número de ações que participaram nos pregões – Nível 2

Intervalo de classe	frequência	%
30-40	0	0,00
41-50	1	4,35
51-60	1	4,35
61-70	0	0,00
71-80	1	4,35
81-92	20	86,96
Total	23	100

Fonte: O autor (2011)

Na Tabela 5 de distribuição referente ao Nível 2 de governança corporativa, manteve-se representativa a última classe do intervalo, correspondendo aproximadamente a 87% de representatividade, em comparação com as demais que equivaleram a 13% de participação inferior a 81 pregões.

Tabela 6: Número de ações que participaram nos pregões – Nível NM

Intervalo de classe	frequência	%
30-40	0	0,00
41-50	0	0,00
51-60	2	2,56
61-70	2	2,56
71-80	3	3,85
81-92	71	91,03
Total	78	100

Fonte: O autor (2011)

Na Tabela 6 manteve-se representativo o último intervalo, equivalente a 91% das ações que tinham participado em mais de 80 pregões.

Tabela 7: Número de ações que participaram nos pregões – SGC

Intervalo de classe	frequência	%
30-40	16	10,46
41-50	16	10,46
51-60	13	8,50
61-70	12	7,84
71-80	19	12,42
81-92	77	50,33
Total	153	100

Fonte: O autor (2011)

A Tabela 7 teve uma distribuição de participação nos pregões mais freqüente em todos os intervalos de classe, mas manteve a maior concentração de ações na última classe, totalizando os 50,33% em relação aos demais intervalos. Observa-se que as Tabelas 04, 05 e 06, respectivamente, obtiveram um número concentrado de participação nos pregões de ações no intervalo entre 81 e 92 pregões, motivo que levou a elaborar uma nova tabela (Tabela 8), demonstrando a nova composição da amostra referente ao período antes e durante a crise.

Tabela 8: Novo número de ações separadas por níveis de governança corporativa

	NM	N1	N2	SGC	TOTAL DE AÇÕES
COM ISE	12	20	2	5	39
SEM ISE	71	30	23	77	201
TOTAL	83	50	25	82	240

Fonte: O autor (2011)

A Tabela 8 apresenta o número de ações que serão trabalhadas na amostra, levando a uma melhor visualização na Figura 7, onde são separados os níveis de governança corporativa versus o índice de sustentabilidade empresarial.

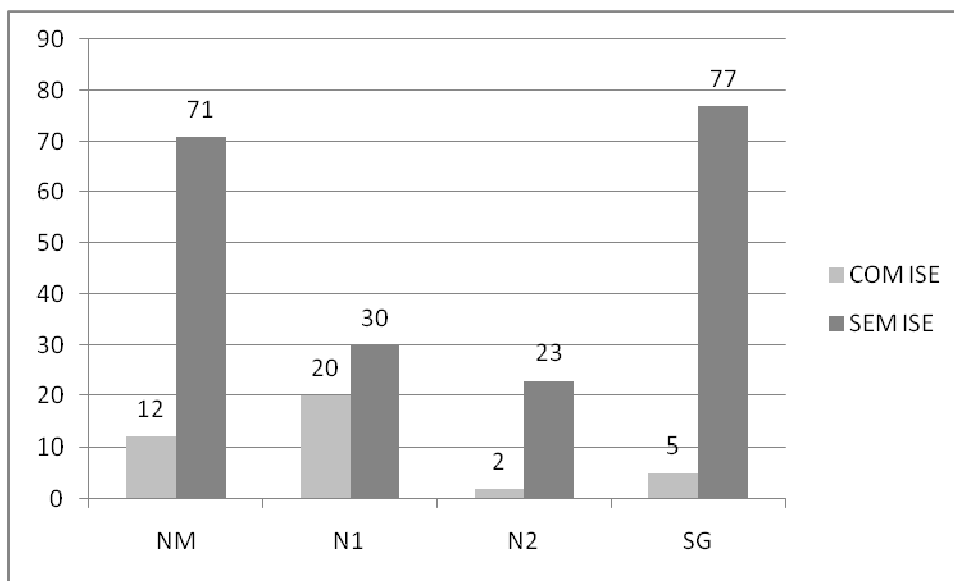


Figura 7: Ações separadas por níveis de governança e por ISE.

Fonte: O autor (2011)

Na Figura 7 é possível observar que as empresas sem governança corporativa apresentam menos de 10% de participação no ISE. Esse percentual aumenta à medida que as empresas aderem aos níveis de governança corporativa e principalmente tem seu maior percentual de participação quando estão classificadas no Nível 1 de governança corporativa. Pode-se dizer que à medida que se aumenta o grau de governança corporativa, a empresa torna-se mais apta a participar do ISE.

4.2 RESPOSTAS ÀS PERGUNTAS DE PESQUISA

Primeiramente, de posse da planilha de dados que contemplava o volume de negociações e valor das ações, separados em 2 grupos (com ISE e sem ISE), considerando-se o nível de governança corporativa ou a sua ausência, processou-se a média, variância, desvio padrão e coeficiente de variação da amostra, conforme as Tabelas 09 e 10, respectivamente.

Tabela 9: Resultados estatísticos das empresas sem ISE

Sem ISE	NM com 71 ações		N2 com 23 ações		N1 com 30 ações		SGC com 77 ações	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
média	11,89	8,2193	15,61	11,607	28,57	22,065	0,405	0,396
variância	2,037	4,2747	3,777	8,6319	6,22	10,947	0,079	0,0763
DP	1,427	2,0675	1,944	2,938	2,494	3,3087	0,281	0,2763
CV	0,12	0,2515	0,125	0,2531	0,087	0,15	0,693	0,6976

Fonte: O autor (2011)

Tabela 10: Resultados estatísticos das empresas com ISE

Com ISE	NM com 12 ações		N2 com 02 ações		N1 com 20 ações		SGC com 05 ações	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
média	19,15	15,956	21,35	16,499	20,79	15,567	33,64	26,169
variância	0,701	4,8361	1,561	1,5868	1,683	7,874	12,66	20,783
DP	0,837	2,1991	1,249	1,2597	1,297	2,8061	3,558	4,5589
CV	0,044	0,1378	0,059	0,0764	0,062	0,1803	0,106	0,1742

Fonte: O autor (2011)

4.2.1 Análise do Desvio padrão

Com os dados apurados nas Tabelas 09 e 10 foi possível transcrever os resultados para a Tabela 11, que será utilizada para se proceder a análise do coeficiente de variação, e conseqüentemente a inferência com relação às perguntas formuladas. Visando facilitar a análise, optou-se por resgatá-las a seguir:

- O Índice de Sustentabilidade Empresarial é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a Crise de 2008?
- O Nível de governança corporativa é fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a Crise de 2008?
- O Índice de Sustentabilidade empresarial e o nível de governança corporativa são fatores redutores do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA, durante a Crise de 2008?

A Tabela 11 a seguir apresenta os dados do desvio padrão das empresas em análise antes e durante a crise, separados em conformidade com o Índice de

Sustentabilidade Empresarial (com ISE/ sem ISE) e o nível de governança corporativa (NM, N2, N1 e SGC, representando Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Sem Governança, respectivamente).

Tabela 11 : Análise do Desvio padrão

DP	NM		N2		N1		SGC		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	1,427	2,067	1,94	2,938	2,494	3,308	0,08	0,076	1,380	1,188
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	0,837	2,199	1,249	1,259	1,297	2,806	3,558	4,558	1,515	3,258
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	1,326	2,008	1,845	2,666	1,920	3,073	0,888	1,032	1,997	1,848
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

4.2.1.1 Período Antes da Crise

Analisando o Índice de Sustentabilidade Empresarial, observa-se que as empresas sem ISE apresentaram menos tendência ao risco antes da crise, com um desvio padrão de 1,380, se comparadas com as empresas que estavam participando do ISE que apresentaram um pouco mais de risco, equivalente a 1,515. Pode-se inferir que, no período antes da crise o ISE não pode ser considerado como um fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA.

Quanto ao nível de governança corporativa, não representa um diferencial no tangente ao risco no período. As empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa apresentaram desvio padrão superior (Novo Mercado: 1,326, Nível 1: 1,920 e Nível 2: 1,845), enquanto que as não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram menor risco (0,888).

Ao considerar os fatores Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa, se analisados conjuntamente, percebe-se que houve diferença significativa nos níveis de risco, apresentados pelo desvio padrão. As empresas com ISE e com governança corporativa apresentaram desvio padrão baixo (NM com ISE: 0,837, N1 com ISE: 1,297; e N2 com ISE: 1,249), e as empresas sem governança corporativa, mas com ISE apresentavam um maior risco e superior às demais, equivalente a 3,558. Neste sentido, ao se analisar o

período antes da crise, observa-se que as conclusões a respeito das respostas encontradas são as estabelecidas no Quadro 4.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Não – Índice de Sustentabilidade Empresarial não é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
2	Sim	Não - Governança corporativa não é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
3	Sim	Sim - Conjuntamente, Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa são fatores redutores de risco.

Quadro 4: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período antes da crise

Fonte: O autor (2011)

4.2.1.2 Período Durante a Crise

Considerando o período durante a crise, ao analisar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (Tabela 11), verifica-se que as empresas sem ISE apresentaram menos tendência ao risco, com um desvio padrão de 1,188, se comparadas com as empresas que estavam participando do ISE que apresentaram maior risco, equivalente a 3,258. Observa-se que, no período durante a crise, o ISE não pode ser considerado como um fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA.

Quanto aos mecanismos de governança corporativa, as empresas não apresentaram um diferencial no tangente ao risco no período. As empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa apresentaram desvio padrão superior (Novo Mercado: 2,008, Nível 1: 3,073 e Nível 2: 2,666), enquanto que as não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram menor risco (1,032).

Ao considerar os fatores Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa, constatou-se que conjuntamente houve diferença significativa nos níveis risco apresentados pelo desvio padrão. As empresas com ISE e com governança corporativa apresentaram desvio padrão baixo (NM com ISE: 2,199, N1 com ISE: 2,806; e N2 com ISE: 1,259), e as empresas sem governança corporativa mas com ISE apresentavam um maior risco e superior às demais, equivalente a 4,558. Nesse sentido, ao se analisar o período durante a crise, observa-se que as conclusões a respeito das respostas às questões de

pesquisa são as estabelecidas no Quadro 5, que corroboram as evidências apresentadas no Quadro 4 no período antes da crise.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Não - Índice de Sustentabilidade Empresarial não é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
2	Sim	Não - Governança corporativa não é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
3	Sim	Sim - Conjuntamente, Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa são fatores redutores de risco.

Quadro 5: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período durante a crise

Fonte: O autor (2011)

4.2.1.3 Comparação período antes e durante a crise

Em relação à Tabela 11, e referente às empresas com ISE, observa-se que a variabilidade foi maior para estas empresas (1,515 e 3,258) do que as que não pertenciam ao ISE (1,380 e 1,188). Portanto, a crise pareceu ter afetado mais as empresas com ISE do que sem ISE.

Quanto ao nível de governança corporativa, observa-se que as ações de empresas sem governança (0,888 e 1,032) tiveram uma menor variabilidade com relação às pertencentes ao Nível 1 (1,920 e 3,073) , Nível 2 (1,845 e 2,666) e Novo Mercado (1,326 e 2,008). Neste caso, também a crise parece ter afetado mais a variabilidade das ações das empresas com nível de governança corporativa.

Ao considerar os fatores Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa, constatou-se que conjuntamente todas as empresas tiveram variabilidade nos períodos analisados, sendo que a menor variabilidade apresentada ocorreu no Nível 2 e com ISE (1,249 e 1,259). Resumindo, em relação à Tabela 15, pode-se observar que há uma variabilidade no período antes da crise se comparado durante a crise de 2008, considerando-se todos os níveis de governança corporativa e na ausência de governança corporativa. Se for feita uma análise no conjunto, é apresentada uma pequena variabilidade inversamente se comparada com os níveis, mas que pode-se justificar pelo alto número de empresas sem governança corporativa presentes na amostra.

Para facilitar a compreensão, será apresentada a Tabela 12 onde são calculados por meio da análise evolutiva, tomando a base como sendo antes da crise e assim auferir o complemento da análise anterior.

Tabela 12: Análise Evolutiva do Desvio padrão

DP	NM		N2		N1		SGC		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	145	100	151	100	133	100	97	100	86
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	100	263	100	101	100	216	100	128	100	215
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	100	151	100	144	100	160	100	116	100	93
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

Considerando que o Índice de Sustentabilidade Empresarial é o fator diferencial, observando-se a Tabela 12 constata-se que as empresas sem ISE apresentaram variação negativa no período em análise (100 e 86); contudo, as empresas com ISE tiveram maior variabilidade (100 e 215), indicando uma resposta positiva à questão de investigação, ou seja, o ISE não é um fator redutor do risco, considerando a comparação do período antes e durante a crise.

Em relação aos níveis de governança corporativa na variabilidade das ações, constata-se que não é fator redutor de risco. Verifica-se que as empresas sem nível de governança apresentaram menor risco (100 e 116) do que as empresas pertencentes a algum nível de governança. A variabilidade apresentada pelos níveis de governança foi maior no período: Novo Mercado (100 e 151), Nível 1 (100 e 160) e Nível 2 (100 e 144).

Em uma análise do efeito conjunto dos dois fatores, Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa em respeito à variabilidade das ações, há indícios que o Nível 2 de governança corporativa e o ISE (100 e 101) podem ser fatores que cooperam para a redução do risco, em comparação com as demais categorias (Novo Mercado/ISE: 100 e 263; Nível 1/ISE: 100 e 216; Sem Governança/ISE: 100 e 128).

Observa-se também que caso a empresa não seja pertencente ao ISE, o nível de governança colabora para aumentar o risco das ações no período, sendo que as empresas sem governança e sem ISE praticamente não apresentaram variabilidade no período (100 e 97). Em resumo, comparando o Novo Mercado na

Tabela 16, visualiza-se que existe uma variabilidade de 45% durante a crise para as empresas sem ISE (100 e 145) e duplica para as empresas com ISE (100 e 263). Em relação ao Nível 1 permanece a variabilidade, sendo mais acentuada para as empresas com ISE (100 e 216), duplicando nesse mesmo período. Em relação ao Nível 2, apesar de haver mais da metade de variabilidade para as empresas sem ISE (100 e 151), observa-se que a variabilidade foi menor para as empresas que participavam do ISE (100 e 101). E por último, as empresas sem governança corporativa quase não apresentaram variabilidade para as empresas sem ISE (100 e 97) e já as que participavam do ISE apresentaram uma variabilidade maior durante a crise de 28% (100 e 128).

Resumidamente, a análise das respostas às perguntas de pesquisa pode ser apresentada conforme Quadro 6.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Não - Índice de Sustentabilidade Empresarial não pode ser considerado um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA diante da crise econômica de 2008.
2	Sim	Não - Governança corporativa não pode ser considerada um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA diante da crise econômica de 2008.
3	Sim	Sim, apenas no Nível 2 de governança corporativa e com ISE pode-se constatar que Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa são fatores redutores de risco diante da crise econômica de 2008.

Quadro 6: Relação do ISE e/ou governança corporativa e risco no período comparativo antes *versus* durante a crise

Fonte: O autor (2011)

A Tabela 13 demonstra o cálculo de uma análise comparativa, tomando como base as ações das empresas que não participam do ISE para verificar se isoladamente tiveram maior ou menor impacto, antes ou durante a crise.

Tabela 13: Análise Comparativa do Desvio padrão das empresas com e sem ISE.

DP	NM		N2		N1		SGC		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	59	106	64	43	52	85	4562	5997	110	274
N=	12		2		20		5		39	

Fonte: O autor (2011)

Ao retomar que o ISE é o fator diferencial, observando-se a Tabela 13 constata-se que as empresas sem ISE apresentaram maior risco no período em análise, com exceção durante a crise no Novo Mercado que alcançou 106%, e também as empresas sem governança corporativa que tiveram o risco acentuado para as empresas pertencentes ao ISE, sendo representados em 4562% e 5997%, indicando que o risco não foi reduzido para esse segmento, ratificando a conclusão anterior.

Analisando o efeito do nível de governança corporativa na variabilidade das ações, tomando por base os valores constantes na Tabela 11, elaborou-se a Tabela 14. Utilizou-se o nível Novo Mercado como base em função do maior rigor de mecanismos de governança corporativa que, em tese, deveria ser traduzido em menores níveis de variabilidade e de risco antes e durante a crise. Portanto, a análise da percepção dos diferenciais de “crescimento” do risco seria facilitada.

Tabela 14: Análise Evolutiva do desvio padrão considerando base Nível Novo Mercado

DP	NM		N2		N1		SGC		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	100	136	142	175	160	5	4	97	57
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	100	100	149	57	155	128	425	207	181	148
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	100	100	139	133	145	153	67	51	151	92
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

Em relação à Tabela 14, em que foi feito o cálculo de análise evolutiva dos níveis, atribuindo o Novo Mercado como base para os demais, observou-se que as empresas sem governança corporativa apresentaram variabilidade e propensão ao risco bem inferior com relação às demais (antes da crise 67% e durante a crise 51%). O Nível 1 apresentou maior risco do que o Novo Mercado (145% antes da crise e 153% durante a crise), sendo que o Nível 2 superou o risco do Novo Mercado (139% antes da crise e 133% durante a crise). Sendo assim, observa-se que a governança corporativa não pode reduzir o risco diante da crise, também confirmando a análise anterior.

Observa-se que, conjuntamente, todas as empresas tiveram variabilidade nos períodos analisados, sendo que o grupo de menor risco apresentado ocorreu

no nível 2 e com ISE (57%, durante a crise). Pode-se constatar que antes da crise há um risco menor das empresas com ISE e com governança corporativa (149% e 155%) se comparado com as empresas sem governança corporativa e com ISE (425%), confirmando que conjuntamente são fatores redutores de risco. A mesma observação se realiza quando se observa durante a crise, demonstrando um maior risco para as empresas que não apresentavam nível de governança corporativa (207%), indicando uma resposta positiva à terceira pergunta.

Finalizando, foi elaborado o Quadro 7 contendo o resumo das relações depreendidas da pesquisa. As coincidências estão sombreadas.

Pergunta	Antes da Crise		Durante a Crise		Comparação Antes x Durante a Crise	
	Resposta Esperada	Resposta Observada	Resposta Esperada	Resposta Observada	Resposta Esperada	Resposta Observada
1	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
2	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não
3	Sim	Não	Sim	Sim apenas nos Níveis Novo Mercado e Nível 2.	Sim	Sim apenas no Nível 2 de governança corporativa e ISE.

Quadro 7: Relação do ISE e/ou governança corporativa

Fonte: O autor (2011)

4.2.2 Análise do Coeficiente de Variação

A Tabela 15 a seguir apresenta os dados do coeficiente de variação das empresas em análise antes e durante a crise, separados em conformidade com o Índice de Sustentabilidade Empresarial (com ISE/ sem ISE) e o nível de governança corporativa (NM, N2, N1 e SGC, representando Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Sem Governança, respectivamente).

Tabela 15: Resultado do coeficiente de variação

ISE	NM		N2		N1		SGC		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	0,12 Baixa	0,252 Média	0,125 Baixa	0,253 Média	0,087 Baixa	0,15 Baixa	0,693 Alta	0,698 Alta	0,587 Alta	0,552 Alta
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	0,044 Baixa	0,138 Baixa	0,059 Baixa	0,076 Baixa	0,062 Baixa	0,18 Média	0,106 Baixa	0,174 Média	0,059 Baixa	0,162 Média
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	0,099 Baixa	0,2042 Média	0,111 Baixa	0,217 Média	0,076 Baixa	0,159 Média	0,623 Alta	0,633 Alta	0,516 Alta	0,498 Alta
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

4.2.2.1 Período antes da crise

Analisando o Índice de Sustentabilidade Empresarial, observa-se que as empresas sem ISE apresentaram maior variabilidade antes da crise, com um coeficiente de variação de 0,587 que, conforme Fonseca e Martins (1996), é considerado alta dispersão. Contudo, as empresas que apresentaram ISE possuíam baixa dispersão (0,059); desta forma, no período antes da crise o Índice de Sustentabilidade Empresarial pode ser considerado um fator redutor do risco das ações que compõem a BM&FBOVESPA.

Quanto ao nível de governança corporativa, observou-se que é um diferencial no tangente à variação no preço das ações no período antes da crise. As empresas pertencentes aos níveis de governança corporativa apresentaram coeficientes de variação com baixa dispersão (Novo Mercado: 0,099, Nível 1: 0,076 e Nível 2: 0,111), enquanto que as não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram alta dispersão (0,623).

Ao considerar os fatores sustentabilidade e governança corporativa, constatou-se que conjuntamente tanto as empresas com ISE e governança corporativa apresentaram coeficientes de variação com baixa dispersão (NM com ISE: 0,044, N1 com ISE: 0,062; N2 com ISE: 0,059 e SGC com ISE: 0,106). Neste sentido, ao se analisar o período antes da crise, observa-se que as conclusões a respeito das perguntas são as estabelecidas no Quadro 8.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Sim. O Índice de Sustentabilidade Empresarial é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
2	Sim	Sim. Nível Diferenciado de Governança Corporativa é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
3	Sim	Sim. Conjuntamente, Índice de Sustentabilidade Empresarial e Nível de Governança Corporativa são fatores redutores de risco.

Quadro 8: Relação do ISE e/ou Governança Corporativa e risco no período antes da crise

Fonte: O autor (2011)

4.2.2.2 Período durante a crise

Ainda com relação à Tabela 15, pode-se constatar que no período durante a crise o Índice de Sustentabilidade Empresarial pode ser considerado um fator redutor do risco, pois as empresas que constituíam o ISE na ocasião apresentaram média dispersão em suas ações (0,162), inferior às empresas sem ISE (0,552).

Quanto à presença de mecanismos de governança corporativa, estes podem reduzir o risco, evidenciados pelos coeficientes de variação apresentados com média dispersão nos níveis Novo Mercado (0,2042), Nível 1 (0,159), Nível 2 (0,217), se comparados à alta dispersão das empresas sem nível de governança (0,633).

Os dois fatores, Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa, conjuntamente, pareceram ser redutores de risco somente para empresas dos níveis Novo Mercado (0,138) e Nível 2 (0,076), que apresentaram baixa dispersão. As empresas do Nível 1 (0,180) apresentaram média dispersão, tal qual as empresas sem nível de governança, mas com ISE (0,174). As conclusões das relações depreendidas no período durante a crise podem ser observadas no Quadro 9.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Sim - Índice de Sustentabilidade Empresarial é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
2	Sim	Sim - Governança corporativa é um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA.
3	Sim	Sim - Apenas nos níveis Novo Mercado e Nível 2 pode-se constatar que Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa são fatores redutores de risco.

Quadro 9: Relação do Índice de Sustentabilidade Empresarial e/ou governança corporativa e risco no período durante a crise
Fonte: O autor (2011)

4.2.2.3 Comparação do período antes e durante a crise

Ainda citando a Tabela 15, com relação às empresas com ISE, observa-se que a variabilidade foi maior para estas empresas (0,059 e 0,162) do que as que não pertenciam ao ISE (0,587 e 0,552). Portanto, a crise pareceu ter afetado mais as empresas com ISE do que as sem ISE.

Quanto ao nível de governança corporativa, observa-se que as ações de empresas sem governança (0,623 e 0,633) tiveram uma menor variabilidade com relação às pertencentes ao Nível 1 (0,076 e 0,159) , Nível 2 (0,111 e 0,217) e Novo Mercado (0,099 e 0,2042) . Neste caso, também há indícios de que a crise afetou predominantemente a variabilidade das ações das empresas com nível de governança corporativa.

Observa-se ainda que, conjuntamente, todas as empresas tiveram variabilidade nos períodos analisados, sendo que a menor variabilidade apresentada ocorreu no Nível 2 e com ISE (0,059 e 0,076). Resumindo, em relação à Tabela 15, pode-se observar que há uma variabilidade no período antes da crise se comparado durante a crise de 2008, considerando-se todos os níveis de governança corporativa e na ausência de governança corporativa. Se for feita uma análise no conjunto, é apresentada uma pequena variabilidade inversamente (antes 0,516 e durante 0,498) se comparado com os níveis, mas que se pode justificar pelo alto número de empresas sem governança corporativa presentes na amostra.

Para facilitar a compreensão, será apresentada a Tabela 16, onde são calculados por meio da análise evolutiva, tomando a base como sendo antes da crise e assim auferir o complemento da análise anterior.

Tabela 16: Análise Evolutiva do coeficiente de variação

CV	NM		N2		N1		SG		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	210	100	202	100	172	100	101	100	94
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	100	314	100	129	100	290	100	164	100	275
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	100	206	100	195	100	209	100	102	100	97
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

Retomando a primeira pergunta, em que o Índice de Sustentabilidade Empresarial é o fator diferencial, observando-se a Tabela 16 constata-se que as empresas sem ISE apresentaram menor variabilidade no período em análise (100 e 94); contudo, as empresas com ISE tiveram maior variabilidade (100 e 275), ou seja, o ISE não é um fator redutor do risco, considerando a comparação de período sem crise *versus* com crise.

Analisando o efeito do nível de governança corporativa na variabilidade das ações, constata-se que as empresas sem nível de governança apresentaram menor variabilidade (100 e 102) do que as empresas pertencentes a algum nível de governança. A variabilidade apresentada pelos níveis de governança dobrou no período: Novo Mercado (100 e 206), Nível 1 (100 e 209) e Nível 2 (100 e 195).

Em relação à análise do efeito conjunto dos dois fatores, Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa em respeito à variabilidade das ações, há indícios que o Nível 2 de governança corporativa e o ISE (100 e 129) podem ser fatores que cooperam para a redução da variabilidade, em comparação com as demais categorias (Novo Mercado/ISE: 100 e 314; Nível 1/ISE: 100 e 290; Sem Governança/ISE: 100 e 164).

Ainda com relação ao conjunto dos dois fatores, observa-se que caso a empresa não seja pertencente ao ISE, o nível de governança colabora para aumentar a variabilidade das ações no período, sendo que as empresas sem governança e sem ISE praticamente não apresentaram variabilidade no período (100 e 101). Em resumo, comparando o Novo Mercado na Tabela 16, visualiza-se que existe uma variabilidade que se dobra durante a crise para as empresas sem ISE (100 e 210) e triplica para as empresas com ISE (100 e 314).

Em relação ao Nível 1 permanece a variabilidade, sendo mais acentuada para as empresas com ISE (100 e 290), quase que triplicando nesse mesmo período. Em relação ao Nível 2, apesar de haver o dobro de variabilidade para as empresas sem ISE (100 e 202), observa-se que a variabilidade foi menor para as empresas que participavam do ISE (100 e 129). E por último, as empresas sem governança corporativa quase não apresentaram variabilidade para as empresas sem ISE (100 e 101) e já as que participavam do ISE apresentaram uma variabilidade maior durante a crise de 64% (100 e 164).

Resumidamente, a análise das respostas pode ser apresentada conforme Quadro 10.

Pergunta	Resposta Esperada	Resposta Encontrada
1	Sim	Não – O Índice de Sustentabilidade Empresarial não pode ser considerado um fator redutor do risco na BM&FBOVESPA diante da crise financeira de 2008.
2	Sim	Não – Níveis Diferenciados de Governança corporativa não podem ser considerados fatores redutores do risco na BM&FBOVESPA diante da crise financeira de 2008.
3	Sim	Sim. Apenas no Nível 2 de governança corporativa e com ISE pode-se constatar que Índice de Sustentabilidade Empresarial e governança corporativa são fatores redutores de risco diante da crise financeira de 2008.

Quadro 10: Relação do ISE e/ou Governança Corporativa e risco no período comparativo antes *versus* durante a crise

Fonte: O autor (2011)

Em relação ao Quadro 10, em função da análise evolutiva ter sido realizada isoladamente, é importante que sejam levadas em consideração outras análises para ter uma maior sustentação na relação apresentada. Em outras palavras, se comparado com a Tabela 15, nota-se que a maior dispersão e risco ocorreram nas ações que não participavam do ISE (0,587 e 0,552) e também para as ações sem governança corporativa (0,693 e 0,698).

A Tabela 17 demonstra o cálculo de uma análise comparativa, tomando como base as ações das empresas que não participam do ISE para verificar se isoladamente tiveram maior ou menor impacto, antes ou durante a crise. Retomando que a Índice de Sustentabilidade Empresarial é o fator diferencial, observando-se a Tabela 17, constata-se que as empresas sem ISE apresentaram maior variabilidade no período em análise, com exceção durante a crise no Nível 1 que alcançou 120%, sendo 20% a maior variabilidade, enquanto que os demais

apresentaram variação menor (37,55,71,47,30,15,25,10 e 29), indicando que o Índice de Sustentabilidade Empresarial é fator que reduz o risco.

Tabela 17: Análise Comparativa do coeficiente de variação com relação ao ISE.(em %)

CV	NM		N2		N1		SG		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	37	55	47	30	71	120	15	25	10	29
N=	12		2		20		5		39	

Fonte: O autor (2011)

Analisando o efeito do nível de governança corporativa na variabilidade das ações, tomando por base os valores constantes na Tabela 15, elaborou-se a Tabela 18. Utilizou-se o nível Novo Mercado como base em função do maior rigor de mecanismos de governança corporativa que, em tese, deveria ser traduzido em menores níveis de variabilidade antes e durante a crise. Portanto, a análise da percepção dos diferenciais de “crescimento” do risco seria facilitada.

Tabela 18: Análise Evolutiva do coeficiente de variação considerando base Nível Novo Mercado. (em percentual)

CV	NM		N2		N1		SG		TODAS	
	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante	antes	durante
SEM ISE	100	100	104	100	73	60	578	277	489	219
N=	71		23		30		77		201	
COM ISE	100	100	134	55	141	130	241	126	134	117
N=	12		2		20		5		39	
TODAS	100	100	112	106	77	78	629	310	521	244
N=	83		25		50		82		240	

Fonte: O autor (2011)

Em relação à Tabela 18, em que foi feito o cálculo de análise evolutiva dos níveis, atribuindo o Novo Mercado como base para os demais, observou-se que as empresas sem governança corporativa apresentaram variabilidade bem superior com relação às demais (antes da crise 629% e durante a crise 310%). O Nível 1 apresentou menor variabilidade do que o Novo Mercado (77% antes da crise e 78% durante a crise), sendo que o Nível 2 superou a variabilidade do Novo Mercado (112% antes da crise e 106% durante a crise). Sendo assim, os níveis de governança corporativa apresentaram uma redução do risco diante da crise, se

comparados com a alta variabilidade das empresas sem governança corporativa, confirmando também a análise anterior.

Observa-se que, conjuntamente, todas as empresas tiveram variabilidade nos períodos analisados, sendo que a menor variabilidade apresentada ocorreu no Nível 2 e com ISE (55%, durante a crise). Pode-se constatar que antes da crise há uma variabilidade menor das empresas com ISE e com governança corporativa (134% e 141%) se comparadas às empresas sem governança corporativa e com ISE (241%), oferecendo uma resposta negativa à terceira pergunta. Contudo, durante a crise o Nível 1 (130%) apresenta pouca variabilidade acima do que as empresas sem governança corporativa (126%), mas em relação aos demais níveis, o índice é menor para o Novo Mercado e para o Nível 2, havendo indícios de confirmação de que tanto o ISE como os níveis de governança corporativa são fatores redutores do risco.

Finalizando, foi elaborado o Quadro 11 contendo o resumo das relações depreendidas da pesquisa. As coincidências estão sombreadas.

Pergunta	Antes da Crise		Durante a Crise		Comparação Antes <i>versus</i> Durante a Crise	
	Resposta Esperada	Resposta Observada	Resposta Esperada	Resposta Observada	Resposta Esperada	Resposta Observada
1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO
2	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO
3	SIM	NÃO	SIM	Sim apenas nos Níveis Novo Mercado e Nível 2.	SIM	Sim apenas no Nível 2 de governança corporativa e com ISE.

Quadro 11: Relação do ISE e/ou Governança Corporativa

Fonte: O autor (2011)

A seguir são apresentadas análises realizadas a partir do gráfico *box plot*, visando ampliar o horizonte de análise da investigação em questão.

4.2.3 Análise Exploratória a partir do gráfico Box-Whisker

Por meio do uso do software SPSS 13, foi possível processar os dados e gerar gráficos para obter uma melhor visualização do impacto da crise de 2008 no mercado financeiro, mais especificamente na BM&FBovespa. Optou-se em utilizar o *Box plot* para demonstrar as devidas variações antes e durante a crise (Figura 8).

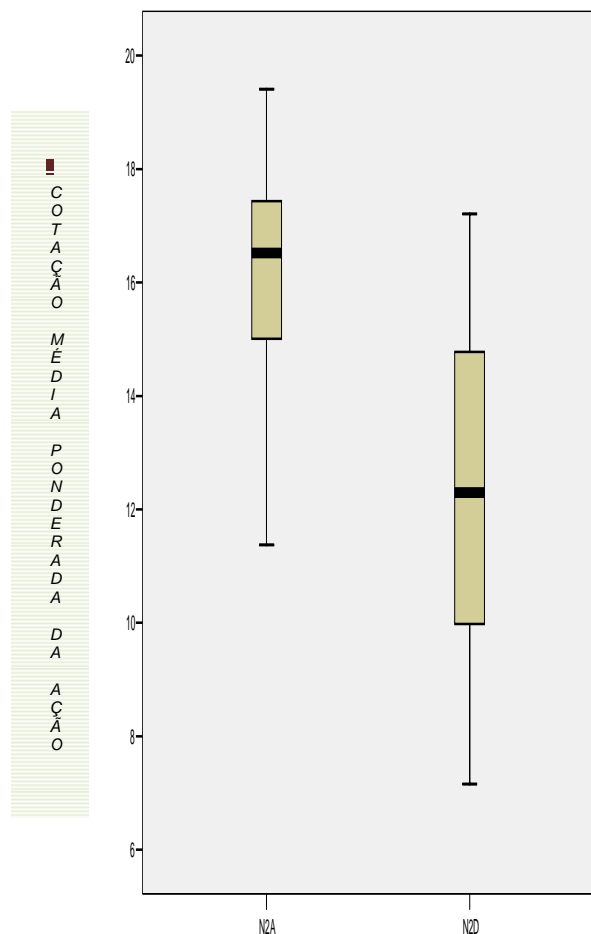


Figura 8: Box plot – Resultado Nível 2 antes e durante a crise.
Fonte: O autor (2011)

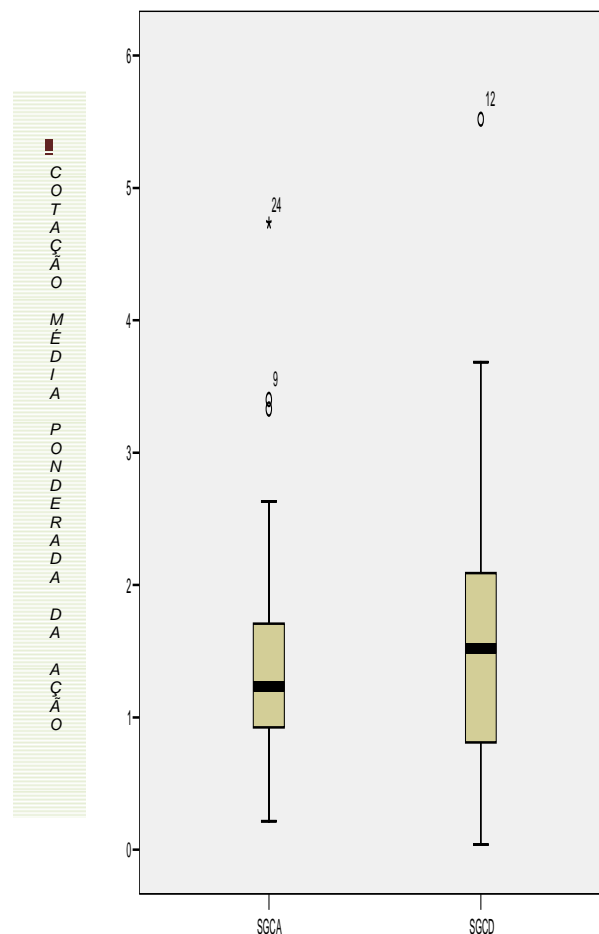


Figura 9: Box plot – Resultado Sem Governança Corporativa
Fonte: O autor (2011)

A Figura 8 apresenta uma queda de valor das ações do Nível 2 no período de crise e uma variabilidade maior distante da mediana.

Com relação às empresas sem governança corporativa (Figura 9), houve um aumento do valor das ações, com certa variabilidade, mas que apresentou-se menor ao comparar com o Nível 2 durante a crise.

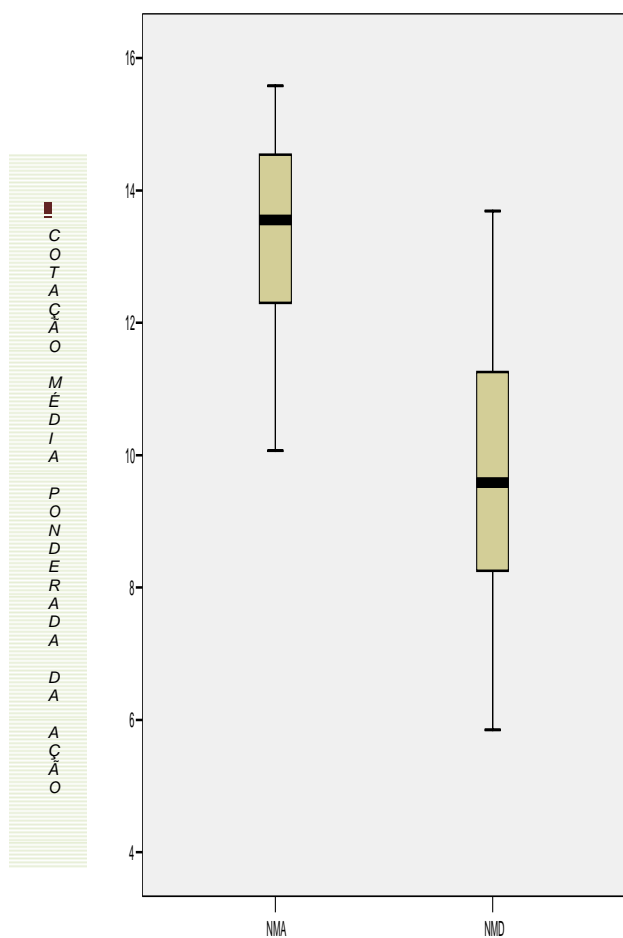


Figura 10: Box plot – Resultado Novo Mercado
Fonte: O autor (2011)

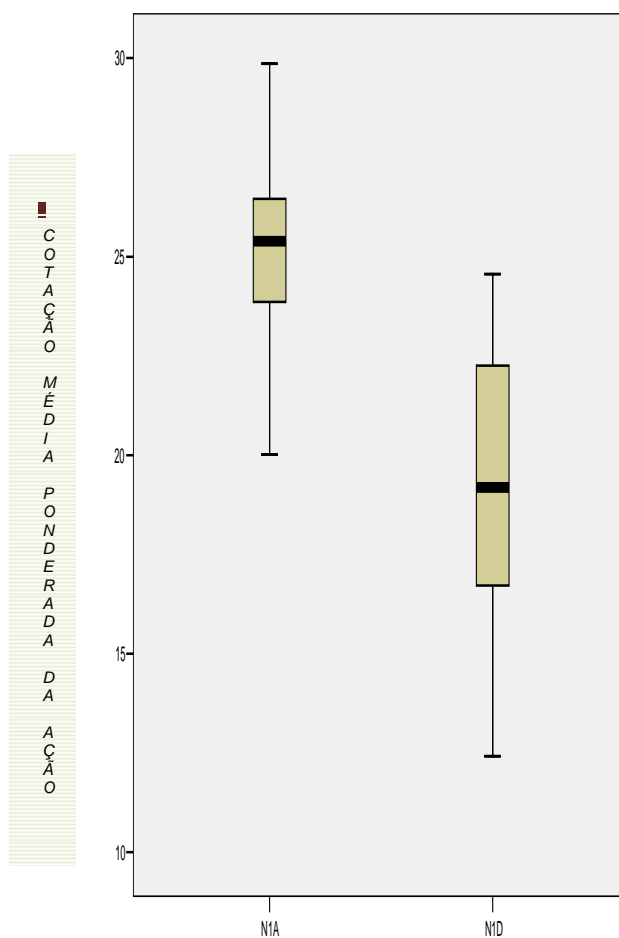


Figura 11: Box plot – Resultado Nível 1
Fonte: O autor (2011)

A Figura 10 apresenta uma queda no valor das ações ponderadas do Novo Mercado, aumentando a distância da mediana durante a crise e uma maior variabilidade.

A Figura 11 demonstrou uma redução na cotação média ponderada das ações do Nível 1 e visualmente apresenta um aumento da variabilidade durante a crise.

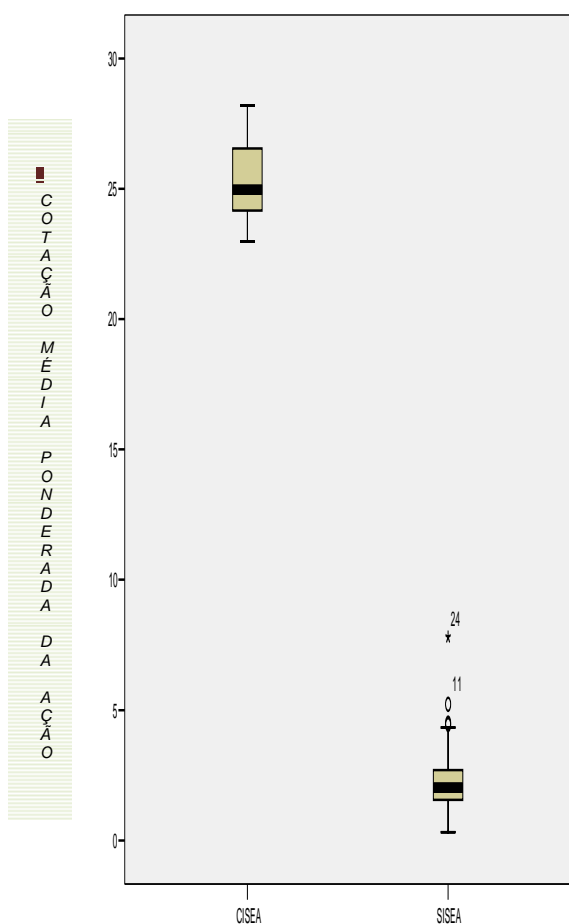


Figura 12: Box plot – Resultado das empresas com e sem ISE antes da crise
Fonte: O autor (2011)

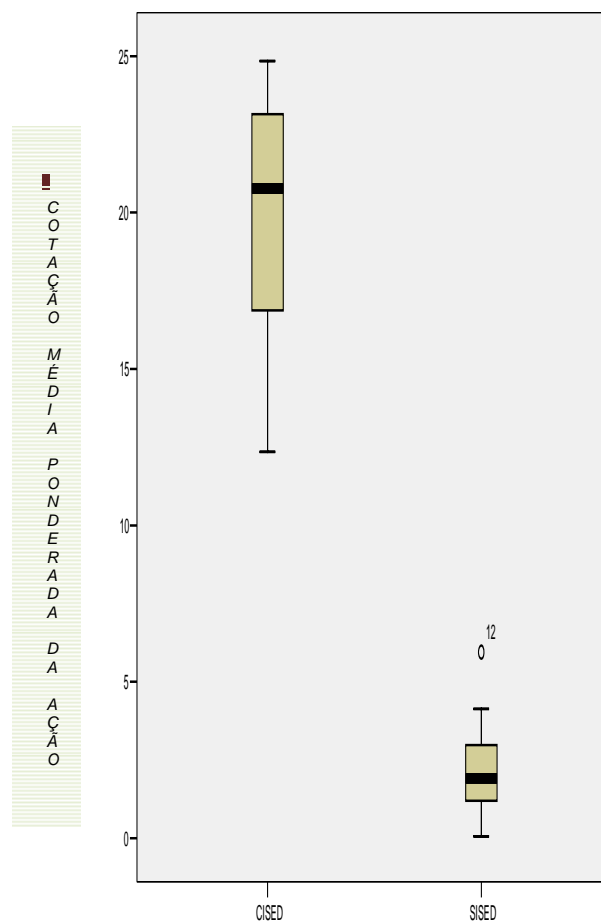


Figura 13: Box plot – Resultado das empresas com e sem ISE durante a crise
Fonte: O autor (2011)

A Figura 12 apresenta de forma relativa um maior valor das ações ponderadas para as empresas que participavam do ISE antes da crise, e as empresas sem ISE demonstraram um menor valor das ações.

A Figura 13 apresenta a comparação das empresas com e sem ISE durante a crise e nota-se um aumento da variabilidade nas duas ocasiões se comparado com a Figura 12. Houve uma maior redução no valor das ações das empresas com ISE devido ao impacto da crise, diferentemente das empresas sem ISE que tiveram seus valores relativamente constantes.

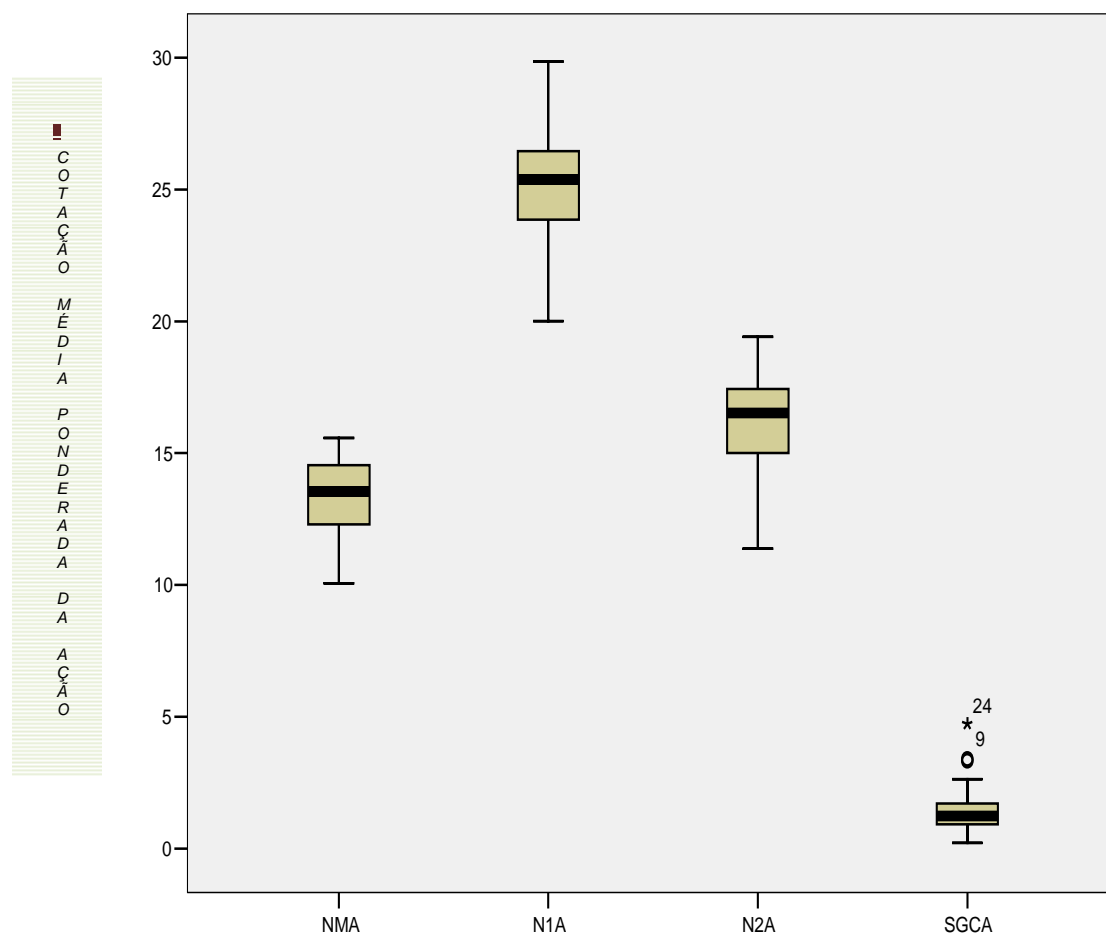


Figura 14: Box plot – Resultado das empresas participantes do NDGC antes da crise.
Fonte: O autor (2011)

A Figura 14 apresenta uma representação gráfica de todas as medianas no período antes da crise das empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa, sendo que a de maior valor da ação foi de Nível 1, e as que apresentaram menos variabilidade foram as empresas sem governança corporativa.

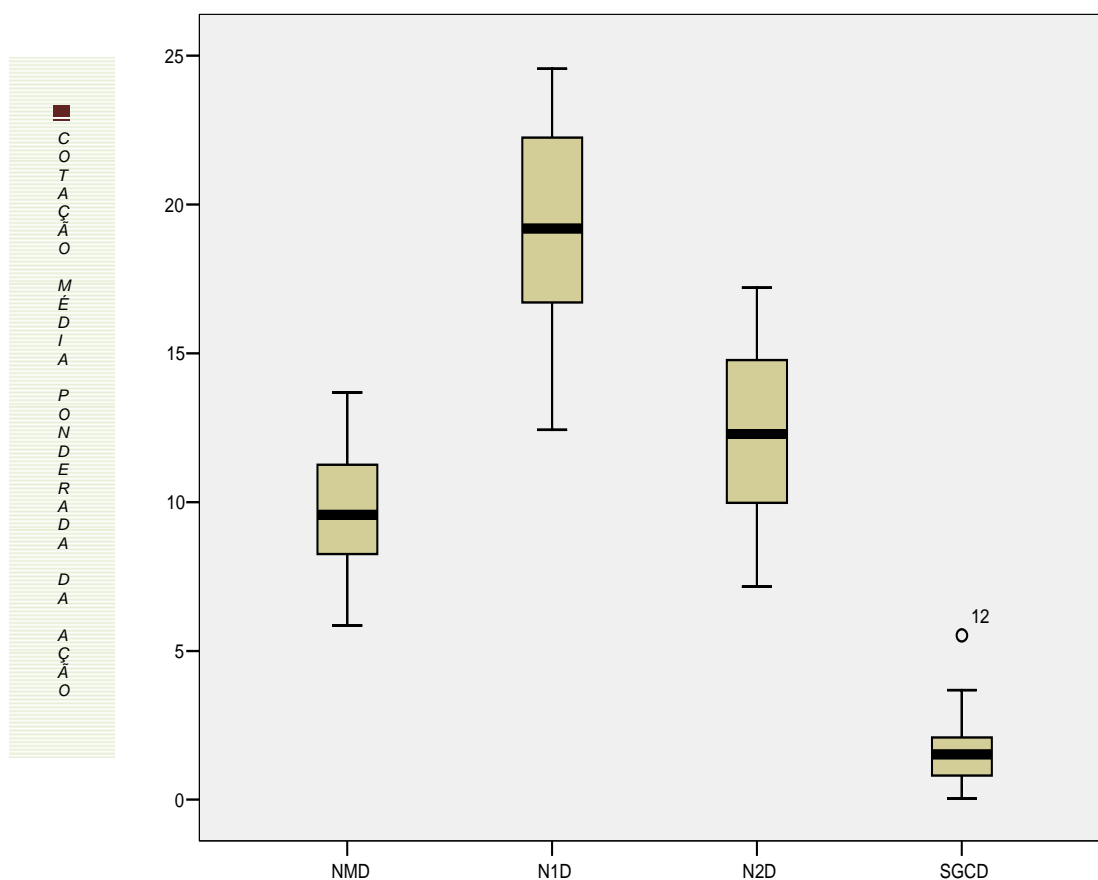


Figura 15: Box plot – Resultado das empresas participantes do NDGC durante a crise.

Fonte: O autor (2011)

Comparando-se a Figura 15 com a Figura 14, é possível visualizar que todos os segmentos aumentaram sua variabilidade em relação à mediana durante a crise, e que todas as empresas com governança corporativa tiveram decréscimo no valor das ações. O que surpreendeu foi que as empresas sem governança corporativa tiveram pouca variabilidade e mesmo durante a crise obtiveram um leve aumento do valor das ações, visto de forma conjunta com todas as ações selecionadas na amostra.

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
NMD	46	100,0%	0	,0%	46	100,0%
N1D	46	100,0%	0	,0%	46	100,0%
N2D	46	100,0%	0	,0%	46	100,0%
SGCD	46	100,0%	0	,0%	46	100,0%

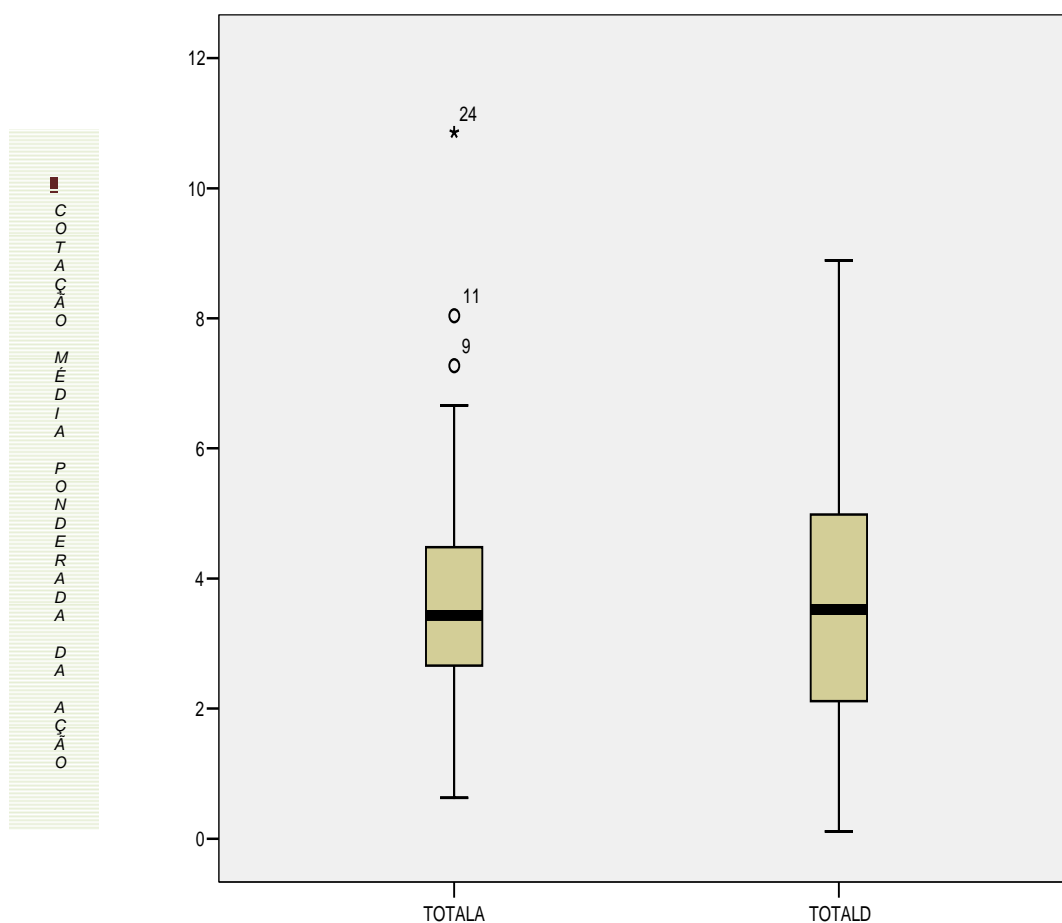


Figura 16: Box plot – Resultado de todas as empresas antes e durante a crise.
Fonte: O autor (2011)

A Figura 16 apresenta todas as empresas antes da crise e demonstra que no seu conjunto, ainda tiveram uma leve recuperação do valor das ações se comparadas durante a crise, apresentando um pouco de variabilidade, mas que de certa forma foi alavancada pelo grande número de ações sem governança corporativa na análise.

5 CONCLUSÕES E SUGESTÕES

A seguir estão estabelecidas as conclusões, as limitações do estudo, bem como as recomendações para futuras investigações.

5.1 CONCLUSÕES

No decorrer desta pesquisa, percebeu-se que o tema apresenta carência de documentos de referência, pois existem poucas obras que falam a respeito do assunto no meio acadêmico e profissional, relacionando a movimentação dos mercados de capitais e a crise financeira de 2008.

O referencial teórico foi formulado para oferecer subsídios ao assunto tratado, abordando conceitos relacionados ao mercado de capitais, ao Índice de Sustentabilidade Empresarial, à Governança Corporativa e aos fatores que contribuíram para o desencadeamento da crise financeira dos Estados Unidos em 2008.

O objetivo geral desta pesquisa é verificar se a apresentação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e/ou níveis diferenciados de governança corporativa são fatores de diferenciação do risco das ações das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BMF&BOVESPA, durante o período da crise financeira de 2008.

O primeiro objetivo específico era o de verificar se as empresas participantes do ISE apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado. Considera-se que esse objetivo foi cumprido, na medida em que se verificou diferença de variabilidade entre as ações de empresas com ISE e sem ISE.

O segundo objetivo específico tratou de verificar se as empresas registradas nos níveis de governança corporativa apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado. Considera-se que esse objetivo foi cumprido, pois observou-se diferença de variabilidade das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa com relação às que não possuem tais mecanismos.

O terceiro objetivo específico era verificar se as empresas participantes do ISE e dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa apresentaram risco diferenciado das demais empresas da BM&FBOVESPA no período analisado. Considera-se que esse objetivo foi alcançado, pois apresentou resultado diferente dos objetivos específicos anteriores.

Observou-se, no estudo, fora do período crise, que o resultado das análises do desvio padrão e coeficiente de variação referente ao Índice de Sustentabilidade Empresarial e a Governança Corporativa não podem ser considerados fatores os quais, isoladamente, constituem um diferencial referente ao risco no período.

Contudo, conjuntamente, essa relação não pode ser observada, pois se percebe que houve diferença significativa nos níveis de risco apresentados pelo desvio padrão. Sendo que as empresas sem governança corporativa, mas participantes do ISE, apresentavam um maior risco do que as com governança corporativa.

Observou-se que, pela análise do coeficiente de variação, antes da crise, considerado-se conjuntamente o Índice de Sustentabilidade Empresarial e os níveis diferenciados de governança corporativa, não houve praticamente diferença nos segmentos analisados, pois as ações das empresas sem governança corporativa mantiveram-se com baixa dispersão.

Quando se verificou o período de crise financeira de 2008, objetivo principal da presente investigação constatou-se que o resultado do desvio padrão referente ao Índice de Sustentabilidade Empresarial e à governança corporativa não podem ser considerados fatores que, isoladamente, constituem um diferencial no que se refere ao risco no período, pois as empresas que não participavam deste segmento tiveram menos propensão ao risco.

Em sentido oposto, contudo, observou-se, no estudo, que, considerado durante a crise, o resultado do coeficiente de variação referente ao Índice de Sustentabilidade Empresarial demonstrou média dispersão, enquanto as não participantes desse segmento apresentaram alta dispersão. Esse fato pode significar que os investidores percebem características semelhantes às empresas pertencentes a esses agrupamentos, refletidas nos comportamentos dos preços das ações mais ajustados à média. O mesmo acontece para os níveis de governança corporativa.

Durante a crise, notou-se que as ações das empresas com ISE e os NDGC, simultaneamente, apresentaram desvio padrão baixo, ou seja, apresentaram níveis de risco mais baixo para as empresas desses setores. Ao realizar a análise do coeficiente de variação, notou-se que apenas os grupos pertencentes ao Novo Mercado e Nível 2 (conjuntamente com o ISE) obtiveram menos dispersão.

Ao se fazer a análise comparativa, antes e durante a crise, notou-se que a variabilidade foi maior para as empresas com ISE e com governança corporativa, denotando um impacto maior na variabilidade das ações das empresas, conseqüentemente afetando com mais intensidade esses níveis diferenciados.

Realizada uma comparação entre a variabilidade observada antes e durante a crise, constatou-se que somente as ações do grupo pertencente ao Nível 2 de governança corporativa e que estavam listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (Eletropaulo e Suzano Petroquímica) apresentaram menor risco na amostra analisada.

A métrica com maior representatividade utilizada foi o coeficiente de variação para demonstrar a variabilidade da cotação dos preços. Nesse sentido, observou-se que em época de crise financeira envolvendo os mercados nacionais e internacionais, as previsões nem sempre são fáceis de serem alcançadas, dificultando a realização de uma análise absoluta, motivo pelo qual esta pesquisa deve ser vista na sua forma relativa.

Cabe ressaltar que a análise desenvolvida não considerou variáveis importantes para a formação do preço das ações das empresas, como o segmento de atuação, os indicadores financeiros e de desempenho, o controle governamental ou privado, entre outras, que poderiam apresentar reflexos sobre a variabilidade.

Nesse contexto, pode-se afirmar que os resultados da pesquisa atingiram os objetivos propostos, sendo que o presente estudo contribuiu para o rol de investigações da crise financeira de 2008.

5.2 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

O trabalho realizado visa ilustrar parcialmente alguns itens relacionados ao volume e à cotação das ações, mediante uma série histórica, a qual deve ser analisado na sua forma relativa. Além disso, houve outros fatores limitadores da

pesquisa, como por exemplo: o período investigado e os meios estatísticos utilizados no trabalho.

5.3 RECOMENDAÇÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Recomenda-se que futuros estudos possam ampliar a base de dados da pesquisa, com períodos maiores de investigação antes da crise de 2008, ou mesmo com o emprego de outras técnicas estatísticas que possam aprofundar os resultados obtidos. Sugere-se que futuras investigações abordem a relação volume flutuante do total investido *versus* aplicações de longo prazo *versus* indicadores de desempenho das empresas, bem como a concentração do volume *versus* negócios *versus* flutuação *versus* índices de performance empresarial.

Recomenda-se que outros trabalhos adotem segmentação complementar à utilizada, especialmente no que se refere ao ramo de negócio, para que se possa explicar adequadamente o fato de as empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa apresentarem ações com menor variabilidade.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo Amorim; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Aureliano Angel. Análise do “Efeito Tamanho” nos Retornos das Ações de Empresas Listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo, n. 40, p. 87-101, Jan/Abr. 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BAUMGARTNER, Rupert J.; EBNER, Daniela. *Corporate Sustainability Strategies: sustainability profiles and maturity levels*. **Sustainable Development**. 18. p. 76-89. 4 February 2010.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio dos Deuses**: A fascinante história do risco. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BEZEMER, Dirk J. *Understanding financial crisis through accounting models*. **Accounting, Organizations and Society**. 35, p. 676-688, 2001.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Estatística sobre volume de negociação. Disponível em: <<http://www.BM&FBOVESPA.com.br>> . 2010a.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. ETFs- Boletim-Mensal-2010. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/>>. 2010b

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Informações sobre níveis de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.BM&FBOVESPA.com.br>> . 2010c.

BM&FBOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo**. Informações sobre a carteira ISE. Disponível em: <<http://www.BM&FBOVESPA.com.br>> . 2010d.

BORLAND, Helen. *Conceptualising global strategic sustainability and corporate transformational change*. **International Marketing Review**. Vol. 26, n.4/5, pp.554-572, 2009.

BOSCHI, Renato. **Políticas de Desenvolvimento no Brasil: continuidades, crise e incertezas**. Paper ABCP, 2010. Disponível em http://cienciapolitica.servicos.ws/abcp2010/arquivos/19_8_2010_12_51_39.pdf. Acessado em 15 de outubro de 2010.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1997.

BRUNDTLAND, Gro Harlem. **Nosso Futuro Comum** – Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1991.

BRUNI, Adriano Leal. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. 1ª Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

COOPER, P., SCHINDLER, D. **Métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CORRÊA, Michael Dias. **Relação entre o Nível de Divulgação Ambiental e o Desempenho Ambiental das Empresas Componentes no Índice Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná. 2009.

CVM. **Dados sobre capitalização média do Brasil**. Gerência de Estudos Econômicos. Disponível em www.cvm.org.br/. Acessado em 10 de novembro de 2010.2010a.

CVM. **Dados sobre governança corporativa**. Disponível em www.cvm.org.br/. Acessado em 2 de novembro de 2010. 2010b.

DADOSDABOLSA. **Dados Históricos do Ibovespa**. Disponível em www.dadosdabolsa.com/ibovespa. Acessado em 15 de novembro de 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DENIS, Diane K. ; McCONNELL, John J. *International Corporate Governance*. **Finance Working Paper** nº 05/2003. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=320121. Acessado em 2 de abril de 2011.

DENIS, Diane K. *Twenty-five years of corporate governance research... and counting*. **Review of Financial Economics**. 10, p. 191-212, 2001.

DOHERTY, Neil A. **Integrated Risk Management : techniques and strategies for reducing risk**. New York: McGraw-Hill, 2000.

DULCI, Otávio Soares. Economics and Politics in the Global Crisis. **Estudos Avançados**. 23 (65), 2009. Disponível em http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n65/en_a08v2365.pdf. Acessado em 12 de novembro de 2010.

FARIA, André; MAURO, Paolo; ZAKLAN, Aleksandar. The External Financing of Emerging Markets – Evidence from Two Waves of Financial Globalization. **Review of Finance**. p. 1-37, July 2010.

FINNERTY, John. **Project finance**: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998, p. 39-48.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. The Effect of the Global Crisis in Brazil: risk aversion and preference for liquidity in the credit market. **Estudos Avançados**. 23 (66), 2009. Disponível em http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n66/en_a11v2366.pdf. Acessado em 16 de novembro de 2010.

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO – GRUPO DE CONJUNTURA. **O Mercado de Capitais Brasileiro no Período 2003-2007: evolução e tendências.** Disponível em www.fundap.sp.gov.br/ Acessado em 05 de novembro de 2010.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. **Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto:** um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade. Curitiba. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná. 2010.

GUIDRY, Ronald P.; PATTEN, Dennis M. *Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports: evidence that quality matters.* ***Sustainability Accounting, Management and Policy Journal.*** Vol. 1, n. 1, pp. 33-50, 2010.

HAIR, Jr. J. F. **Análise Multivariada de Dados.** 5 Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** Disponível em www.ibgc.org.br. Acessado em 10 de agosto de 2010.

JENSEN, Michael C. *The Modern Industrial Revolution, Exit , and the Failure of Internal Control Systems.* ***The Journal of Finance,*** vol. XXVIII, n.3, July 1993. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2329018>. Acessado em 4 de abril de 2011.

LAKATOS, E. M. & MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica.** 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1991.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. Uma Revisão sobre a Economia Brasileira e o Mercado Financeiro após o Plano Real: as mudanças e a evolução do mercado de capitais entre 1995 e 2002. **Revista Contabilidade & Finanças – USP.** São Paulo, n.35, p. 96-110, maio/agosto 2004.

LEVINE, David M.; STEPHAN, David; KREHBIEL, Timothy C.; BERENSON, Mark L. **Estatística – Teoria e Aplicações Usando o Microsoft Excel em Português.** Rio de Janeiro: LTC, 2005

LODI, J.B. **Governança corporativa.** Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade, e FONSECA, Jairo Simon. **Curso de Estatística.** 6ª. Ed. São Paulo: Atlas, 1996.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística Geral e Aplicada.** 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MAZZUCHELLI, Frederico. A crise em perspectiva: 1929 e 2008. **Novos Estudos - CEBRAP,** 82, pp.57-66, novembro de 2008.

ONO, Fabiane Z.T. **Informações dos Relatórios de Sustentabilidade de Empresas Brasileiras: Enfoque na Contabilidade de Gestão Empresarial.**

Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná. 2010.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

PRATES, D. M.; CUNHA, A. **O efeito-contágio da crise Financeira global nos países emergentes**. Trabalho aceito para o Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política, 2009. Disponível em <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/17137/000700097.pdf?sequence=1>. Acessado em 16 de novembro de 2010.

PRATES, Daniela Magalhães; FARHI, Maryse. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. **Texto para Discussão**. IE/UNICAMP, Campinas, n.164, ago. 2009.

RABELLO, F. M.; SILVEIRA, J. M. **Estrutura de Governança Corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia, jul. 1999 (Texto para discussão, 77)

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira: corporate finance**. Trad. Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2007.

SANVICENTE, Antonio Zoratto; MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. São Paulo: Atlas, 1988.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *A Survey of Corporate Governance*. **The Journal of Finance**. Vol. LII, n.2, jan.-june 1997.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SILVA, Lilian Simone Aguiar da; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto. **Gestão e Produção**, v. 13, n. 3, p. 385-395, set-dez 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, v. 43, n. 3, p.50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. BARROS, Lucas Ayres B. de C. FAMÁ, Rubens. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese Doutorado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor na empresa do Brasil:** determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2002.

SIRQUEIRA, A. B; KALATZIS, A. E. G. (2007). **Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa.** Artigos aprovados ANPEC. Disponível em http://www.anpec.org.br/revista/aprovados/Boas_praticas.pdf. Acessado em 20 de outubro de 2010.

SIRQUEIRA, Aieda B. **Governança Corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno das boas práticas de governança.** Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo. 2007.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança Corporativa e a Reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis. **Revista Contabilidade & Finanças – USP.** São Paulo, n. 42, p.35-49, Set/ Dez. 2006.

TOBIN, J. *Liquidity preference as behavior toward risk.* **Review of Economic Studies.** v. 25, n. 2, p. 65-86, 1958.

VAUGHAN, Emmett J. **Risk Management.** New York: John Wiley & Sons, Inc., 1997.

VEIGA, José Eli. . **Desenvolvimento sustentável: o desafio do século XXI.** Rio de Janeiro: Garamond, 2005.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em contexto.** Ano2, n.3, pp.48-67, junho de 2006.

WWF. **Conceitos de sustentabilidade social.** Disponível em <http://www.wwf.org.br/>. Acessado em 8 de novembro de 2010.

APÊNDICES**APÊNDICE A – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NÍVEL 1 - 2008**

Qtd.	Razão Social	Nome de Pregão
1	SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
2	ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
3	BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
4	BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
5	BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
6	BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
7	BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A.	BRASIL T PAR
8	BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
9	BRASKEM S.A.	BRASKEM
10	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
11	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
12	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
13	CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
14	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
15	BANCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
16	BANCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
17	DURATEX S.A.	DURATEX
18	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
19	FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
20	GERDAU S.A.	GERDAU
21	METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
22	BANCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
23	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO
24	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
25	KLABIN S.A.	KLABIN S/A
26	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
27	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
28	BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
29	PARANA BCO S.A.	PARANA
30	PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
31	BCO PINE S.A.	PINE
32	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
33	SADIA S.A.	SADIA S/A
34	BANCO SOFISA S.A.	SOFISA
35	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL

APÊNDICE A – CONTINUAÇÃO DE EMPRESAS DO NÍVEL 1 - 2008

Qtd.	Razão Social	Nome de Pregão
36	TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELETRICA	TRAN PAULIST
37	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
38	UNIBANCO UNIÃO DE BANCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO
39	UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
40	UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	UNIPAR
41	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS
42	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.	V C P
43	VALE S.A.	VALE
44	VIGOR S.A.	VIGOR

APÊNDICE B – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NÍVEL 2 - 2008

Qtd.	Razão Social	Nome de Pregão
1	BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
2	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
3	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	ANHANGUERA
4	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
5	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
6	ESTACIO PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTACIO PART
7	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
8	KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
9	MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
10	MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
11	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
12	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
13	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
14	PEARSON SISTEMAS DO BRASIL S.A.	SEB
15	SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
16	SUZANO PETROQUIMICA S.A.	SUZANO PETR
17	TAM S.A.	TAM S/A
18	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TERNA PART
19	UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL

APÊNDICE C – EMPRESAS CORRESPONDENTES AO NOVO MERCADO - 2008

Qtd.	RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
1	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	AGRE EMPR IMOB
2	AÇUCAR GUARANI S.A.	GUARANI
3	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	AGRA INCORP
4	AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
5	AMIL PARTICIPAÇÕES S.A.	AMIL
6	B2W COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
7	BANCO DO BRASIL S.A.	BRASIL
8	BANCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
9	BEMATECH INDÚSTRIA E COM. DE EQUIP.ELETRÔNICOS S.A.	BEMATECH
10	BIOCOMBUSTÍVEIS E ÓLEOS VEGETAIS S.A.	
11	BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BM&F S.A.	BMFBOVESPA
12	BOVESPA HOLDING S.A.	BOVESPA HLD
13	BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	FIP BRASCAN
14	BRASILAGRO - CIA BRASILEIRA DE PROPRIED.AGRÍCOLAS S.A.	BRASILAGRO
15	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR BROKERS
16	Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio BR Malls Participações S.A.	ECODIESEL
17	CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	CC DES IMOB
18	CIA. BRASILEIRA DE DESENVOLV. IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	
19	CIA. HERING	CIA HERING
20	COMPANHIA DE CONCESSÕES RODOVIÁRIAS - CCR	CCR RODOVIAS
21	Companhia de Saneamento Básico do Estado de SP - SABESP	SABESP
22	Companhia de Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG	COPASA
23	COMPANHIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	PROVIDENCIA
24	COMPANY S.A.	COMPANY
25	CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
26	COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	COSAN
27	CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
28	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	CR2
29	CREMER S.A.	CREMER
30	CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
31	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações	CYRELA REALT
32	Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações	CYRE COM-CCP
33	DATASUL S.A.	DATASUL
34	DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. (DASA)	DASA
35	DROGASIL S.A.	DROGASIL

APÊNDICE C – CONTINUAÇÃO DE EMPRESAS NO NOVO MERCADO - 2008

Qtd.	RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
36	EMBRAER - EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A.	EMBRAER
37	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
38	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
39	ETERNIT S.A.	ETERNIT
40	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
41	EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	EZTEC
42	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
43	GAFISA S.A.	GAFISA
44	GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
45	GRENDENE S.A.	GRENDENE
46	GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
47	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
48	HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
49	IDÉIASNET S.A.	IDEIASNET
50	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	IGUATEMI
51	INDÚSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
52	INPAR S.A.	INPAR S/A
53	IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
54	JBS S.A.	JBS
55	JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	JHSF PART
56	KLABIN SEGALL S.A.	KLABIN
57	LE LIS BLANC DEUX COM.E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
58	LIGHT S.A.	LIGHT S/A
59	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
60	LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
61	LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
62	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	LOPES BRASIL
63	LUPATECH S.A.	LUPATECH
64	MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A.	MAGNESITA SA
65	MARFRIG FRIGORÍFRICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A.	MARFRIG
66	MARISA S.A.	LOJAS MARISA
67	M. DIAS BRANCO S.A.	M.DIASBRANCO
68	MEDIAL SAÚDE S.A.	MEDIAL SAUDE
69	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
70	MINERVA S.A.	MINERVA

APÊNDICE C – CONTINUAÇÃO DE EMPRESAS NO NOVO MERCADO - 2008

Qtd.	RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
71	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMX MINER
72	MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
73	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	MRV
74	NATURA COSMÉTICOS S.A.	NATURA
75	OBRASCON HUARTE LAÍN BRASIL S.A. (OHL BRASIL)	OHL BRASIL
76	ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
77	PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES	PDG REALT
78	PERDIGÃO S.A.	PERDIGAO
79	PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
80	PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
81	POSITIVO INFORMÁTICA S.A.	POSITIVO INF
82	PROFARMA DISTRIBUIDORA DE PROD. FARMACEÚTICOS S.A.	PROFARMA
83	REDECARD S.A.	REDECARD
84	RENAR MAÇÃS S.A.	RENAR
85	RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	RODOBENSIMOB
86	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
87	SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	SAO CARLOS
88	SÃO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
89	SATPEL INDUSTRIAL S.A.	SATPEL
90	SLC AGRÍCOLA S.A.	SLC AGRICOLA
91	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	SPRINGS
92	TECNISA S.A.	TECNISA
93	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.	TEGMA
94	TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	TEMPO PART
95	TOTVS. S.A.	TOTVS
96	TPI - TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	TIVIT
97	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
98	TRISUL S.A.	TRISUL
99	WEG S.A.	WEG

APÊNDICE D – COMPARATIVO DOS SEGMENTOS NOVO MERCADO, NÍVEL 2, NÍVEL 1 E TRADICIONAL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DO BM&FBOVESPA em 2011

CARACTERÍSTICAS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

APÊNDICE E – EMPRESAS LISTADAS NO ISE EM 2008, CONFORME SETOR DE ATUAÇÃO

Setor	Código	Ação	Tipo
Bens Indls / Máqs e Equip	WEGE	WEG	ON NM
Bens Indls / Mat Transporte	EMBR3	EMBRAER	ON NM
	MYPK	lochpe-Maxion	ON NM
Cons N Básico / Alimentos Processados	SDIA3	SADIA	ON N1
	SDIA4	SADIA	PN N1
	PRGA3	PERDIGAO	ON NM
Cons N Cíclico / Pr Pessoal Limp	NATU3	NATURA	ON NM
Const e Transp / Constr e Engenh	CCRO3	CCR Rodovias	ON NM
Consumo não Cíclico/Saúde	DASA3	DASA	ON NM
Financ e Outros / Interms Financs	BBDC3	BRADESCO	ON ED N1
	BBDC4	BRADESCO	PN ED N1
	BBAS3	BRASIL	ON NM
	ITSA4	ITAUSA	PN N1
	ITSA3	ITAUSA	ON N1
Mats Básicos / Madeira e Papel	ARCZ6	ARACRUZ	PN N1
	FIBR3	FIBRIA	ON NM
	SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1
Mats Básicos / Químicos	BRKM5	BRASKEM	PNA N1
	SZPQ3	SUZANO PETR	ON N2
	SZPQ4	SUZANO PETR	PN N2
Mats Básicos / Sid Metalurgia	GGBR3	GERDAU	ON N1
	GGBR4	GERDAU	PN N1
	GOAU4	GERDAU MET	PN N1
	ACER3	ACESITA	ON
	ACER4	ACESITA	PN