

EMILIO CASTELAR DE ARAÚJO JÚNIOR

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA E O ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO**

Monografia apresentada para obtenção de título de especialista em Contabilidade e Finanças, do curso de Pós-Graduação em Contabilidade e Finanças, da Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Ana Paula Cherobim.

**CURITIBA
2007**

ARAÚJO JR, Emilio Castelar de.

A Governança Corporativa e o acesso ao Mercado de Capitais brasileiro / Emilio Castelar de Araújo Júnior. – Curitiba, 2007.

ii, 43f

Monografia (Especialização) – Departamento de Contabilidade – DECONT, Universidade Federal do Paraná.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	iv
RESUMO.....	v
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. TEMA.....	3
1.2. PROBLEMA.....	3
1.3. OBJETIVOS.....	4
1.3.1 Objetivo geral	4
1.3.2 Objetivos específicos	4
1.4. JUSTIFICATIVA.....	4
2. METODOLOGIA	5
2.1 TIPO DE PESQUISA	5
2.2 COLETA DE DADOS.....	5
3. CRONOGRAMA	6
4. MERCADO DE CAPITAIS	7
5. GOVERNANÇA CORPORATIVA	11
5.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	14
5.2 MUDANÇAS PROVOCADAS PELA ADOÇÃO AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADOS DA BOVESPA.....	18
5.3 ANÁLISE DE PREÇOS DAS AÇÕES DAS EMPRESAS SELECIONADAS.....	21
6. CONCLUSÃO	24
GLOSSÁRIO.....	26
REFERÊNCIAS.....	28
ANEXOS	30

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

TABELA 1 – CRONOGRAMA	6
FIGURA 1 – DESDOBRAMENTO DO MERCADO FINANCEIRO	8
FIGURA 2 – FLUXO DE NEGOCIAÇÃO DO TÍTULO.....	8
QUADRO 1 – ABORDAGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS QUALIFICAÇÕES.	12
QUADRO 2 – CARACTERÍSTICAS DO NOVO MERCADO, NÍVEL 1 E NÍVEL 2.	16
TABELA 2 – QUANTIDADE DE EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA POR SEGMENTO.....	19
TABELA 3 - RENTABILIDADE IGC X IBOVESPA	21

RESUMO

O Brasil apresentou nos últimos anos um processo de ajustamento da economia, que consistiu principalmente na manutenção de uma baixa taxa de inflação além de uma razoável queda da taxa de juros interna. Dentre as melhorias ocorridas como consequência deste processo está o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Isso foi possível devido a algumas medidas realizadas pelo governo, mas, principalmente foi possível em virtude de uma crescente entrada de capitais estrangeiros no país através de investimentos. A evolução disso reflete na atual situação brasileira, onde após a criação dos novos segmentos de listagem pela BOVESPA, Novo Mercado, Mercado de Nível e Mercado de Nível 2, no final do ano de 2000, levou a uma crescente discussão sobre Governança Corporativa. A adesão às boas práticas de governança para determinados agentes do mercado de capitais, é indispensável para que os recursos pretendidos por quaisquer empresas possam ser ofertados a ela. Este trabalho busca descrever como o tema ganhou destaque no cenário nacional, identificar o fator Governança Corporativa no Brasil como uma das características para o acesso ao mercado de capitais nacional, e analisar as variações de preços das ações de empresas listadas no mercado de Nível 1 de Governança Corporativa, no período compreendido entre 2002 e 2006.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Mercado de Capitais; Captação de Recursos.

1. INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou por um processo longo de transformações no período do pós-guerra. Ocorreram alterações nos padrões de vida da sociedade assim como na estrutura de produção nacional, a qual passou a ofertar uma gama de produtos mais complexos e com mais produtividade dos fatores de produção.

Mesmo com as alterações estruturais ocorridas no decorrer do último século, o desempenho da economia brasileira ficou aquém do esperado. Nos primeiros trinta anos daquele século o país apresentava taxas elevadas de crescimento com base em uma economia agro-exportadora. A partir dos anos 30 até 1945, período de crise mundial, ocorre crescimento mais moderado e lento e há um deslocamento do centro dinâmico do país. Após essa fase, até o início dos anos 80, há diminuição da instabilidade conjugada a um forte crescimento econômico, puxado por um processo acelerado de industrialização. Entretanto, o país atravessa um período de democratização conturbado, com o término da ditadura e a volta da democracia. No período de 1985 a 1993 ocorrem crises políticas e fiscais provenientes da ascensão de governos populistas, os quais levaram a uma desaceleração do progresso econômico. Também foi observado um aumento da instabilidade econômica promovida pelo crescimento da dívida pública e do processo de elevação da inflação. (Gremaud et al, 2002)

Segundo BRESSER PEREIRA (1996, p. 70), “[...] no passado, dos anos 30 aos anos 70, o Estado desempenhou um papel decisivo na promoção do crescimento econômico; nos anos 80, devido à crise fiscal, o Estado perdeu sua capacidade de promover o crescimento econômico e tornou-se um obstáculo fundamental para isso”. Para o autor, os anos 80 ficaram muito distantes do que foram as décadas de 50, 60 e 70 devido ao alto endividamento do Estado.

Após a efetivação do Plano Real, ocorreu no país uma crescente entrada de recursos estrangeiros destinados a investimentos. Isso acabou por aquecer o mercado de capitais brasileiro e o fez se desenvolver até o atual estágio, com novos produtos financeiros. Com este desenvolvimento, ocorreu no país um

processo de inserção de inúmeras empresas no mercado de capitais, sendo que muitas transformaram-se em sociedades anônimas e outras tantas deixaram de ter controle restrito, passando a serem de capital aberto. (BRESSER PEREIRA, 1999)

Neste cenário a principal Bolsa de Valores do país, a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), nos últimos dez anos, apresentou crescimento e desenvolvimento consideráveis. As regulamentações econômicas e jurídicas passaram por diversas reformas, como a nova lei das Sociedades Anônimas, e fizeram o sistema financeiro do país se desenvolver. Esse desenvolvimento procurou, ao passar dos anos, se adaptar aos princípios internacionais de participação em mercados de capitais. Um advento importante foi o surgimento da Governança Corporativa no Brasil, o qual pode ser definido como um instrumento de gestão empresarial que visa mudanças na forma de conduzir organizações, otimizar as relações entre as empresas e o mercado, seus investidores e stakeholders.

A desregulamentação dos mercados financeiros nacionais e a busca, pelos grandes investidores, de opções de investimentos fora de seus países de origem trazem às empresas oportunidades de acessar recursos não exigíveis necessários ao apoio de suas atividades. Contudo, à medida que aumenta a competição global por capital, o investimento seguirá na direção das empresas e países que ofereçam, além de resultados financeiros que justifiquem esses investimentos, transparência e proteção aos investidores. (MALIENI JR, Walter. 2003, p.10)

O presente trabalho pretende descrever como o tema ganhou importância no cenário nacional, e analisar como a Governança Corporativa condiciona as empresas a participar do mercado de capitais brasileiro, constituindo assim uma alternativa ao financiamento de suas atividades, outrora restrita ao setor bancário. Por fim, analisar as variações de preços das ações de quinze empresas listadas no novo segmento diferenciado de Governança Corporativa, o Mercado de Nível 1, no período compreendido entre os anos de 2002 a 2006 em comparação com o mesmo número de empresas participantes do segmento tradicional da BOVESPA.

1.1. TEMA

Este trabalho tem como tema a Governança Corporativa e o acesso ao Mercado de Capitais no Brasil. O acesso a capitais no país está em processo de atualização para um alinhamento com as diretrizes internacionais, sendo que a governança corporativa destaca-se entre tais práticas. As boas práticas de governança existem em outros países, com modelos, estrutura e métodos diferentes destinadas a atender às suas necessidades locais. Será realizada uma análise da variação de preços de ações de empresas selecionadas listadas no mercado Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA. Esta análise tem como finalidade buscar uma posição quanto às influências em aderir ou não aos padrões de Governança Corporativa requisitados pelos novos segmentos de mercado, criados pela Bolsa de Valores de São Paulo.

1.2. PROBLEMA

Observando a realidade econômica das grandes empresas vê-se que estas procuram contribuir com o crescimento da economia do país a partir de um contínuo processo de produção e investimentos em tecnologia, proporcionando um aumento na oferta de empregos.

O crescimento das empresas consiste de um processo evolutivo, o qual demanda montantes de recursos financeiros acima dos valores disponíveis por aquelas. A forma básica de financiamento dava-se principalmente via crédito bancário, sendo que o mercado de capitais brasileiro esteve à margem do arranjo financeiro (VIEIRA & CORREA, 2002 apud in ROGERS, et al, 2004). Para suprir essa carência de capitais, as empresas brasileiras estão deixando de recorrer aos empréstimos bancários, os quais se mostram caros e de curta duração, e estão procurando se inserir no mercado de capitais para obter os recursos necessários. Neste cenário, cabe perguntar:

As práticas de Governança Corporativa são responsáveis pelo sucesso ou insucesso na captação de recursos no mercado de capitais pelas sociedades anônimas de capital aberto?

1.3. OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste trabalho é verificar se as características de Governança Corporativa, utilizadas na prática empresarial brasileira, têm condicionado o sucesso ou não das empresas no mercado de capitais e analisar as alterações ocorridas devido à adoção de boas práticas de governança.

1.3.2 Objetivos específicos

- Identificar as mudanças provocadas pela adoção de melhores práticas de Governança Corporativa ocorridas nas empresas brasileiras a partir de 2001, e como este novo processo de gestão está afetando o mercado de capitais brasileiro;
- Analisar, a partir de 2001 até 2006, as adesões ocorridas aos novos segmentos de mercado de Nível 1, Nível 2 e do Novo Mercado.
- Analisar a variação dos preços das ações de empresas selecionadas do Nível 1 de Governança Corporativa e do mercado tradicional, no período de 2002 até 2006.

1.4. JUSTIFICATIVA

Visto que o mercado de capitais é essencial para o desenvolvimento econômico de qualquer país, o assunto Governança Corporativa é de extremo interesse para as empresas que buscam alternativas de financiamento e captação de recursos às tradicionais formas existentes no setor bancário. O tema é recente no país, somado às atuais e crescentes aberturas de capitais na Bolsa de Valores de São Paulo, faz-se oportuno o estudo desse tema.

2. METODOLOGIA

2.1 TIPO DE PESQUISA

Muito estudo exploratório tem como objetivo a formulação de um problema para a dedicação mais exata ou para a criação de hipóteses. No entanto, um estudo exploratório pode ter outras funções: a) aumentar o conhecimento do pesquisador acerca do fenômeno que deseje se investigar em estudo posterior, mais estruturado, ou da situação que se pretende realizar tal estudo; b) o esclarecimento de conceitos; c) o estabelecimento de prioridades para futuras pesquisas; d) a obtenção de informações sobre as possibilidades práticas de realização de pesquisas em situação de vida real; e) apresentação de um recenseamento de problemas considerados urgentes por pessoas que trabalham em determinado campo de relações sociais (SELLTIZ *et al.*, 1974). Dessa forma, com base nos itens a); c); d) e e), o presente trabalho deve ser classificado como exploratório.

2.2 COLETA DE DADOS

Conforme SANTOS (1999), “os procedimentos de coleta são os métodos práticos utilizados para juntar informações, necessárias à construção dos raciocínios em torno de um fato/fenômeno/problema.” (p.27)

Portanto, para este trabalho, o método a ser utilizado será a pesquisa bibliográfica, a qual consiste em reunir livros, periódicos, teses, dissertações, trabalhos acadêmicos, relatórios de simpósios, anais de congressos, sites da web, etc. (SANTOS, 1999)

Para efeito da análise dos preços das ações das empresas selecionadas, será utilizado um software de análise de ações denominado SHB2, o qual possui uma base de dados histórica, permitindo o acesso aos valores das ações das empresas selecionadas no período de 2002 a 2006.

3. CRONOGRAMA

Para este trabalho o tempo disponível para sua realização é de aproximadamente sete meses, iniciando o trabalho a partir da definição do tema e da pesquisa bibliográfica a partir de março de 2007, seguindo-se da coleta e análise dos dados obtidos durante os meses de março a junho deste ano, onde a etapa da metodologia pode ser trabalhada paralelamente terminando no mês de junho. A partir de maio, já com algum material disponível inicia-se a elaboração do trabalho o qual se estenderá até setembro. Por fim, nos meses de agosto e setembro de 2007 ocorre a revisão gramatical e ortográfica de todo o trabalho e é realizada a entrega no dia 29 de setembro de 2007. Segue tabela do cronograma para melhor visualização do processo.

TABELA 1 – CRONOGRAMA

<i>Etapas da Monografia</i>	<i>Mar/07</i>	<i>Abr/07</i>	<i>Mai/07</i>	<i>Jun/07</i>	<i>Jul/07</i>	<i>Ago/07</i>	<i>Set/07</i>
Def. Tema e Pesquisa bibliográfica	x						
Coleta e Análise dos Dados	x	x	x	x			
Metodologia e tratamento dos dados	x	x	x	x			
Elaboração do trabalho			x	x	x	x	x
Revisão gramatical e ortográfica						x	x
Finalização e entrega							x

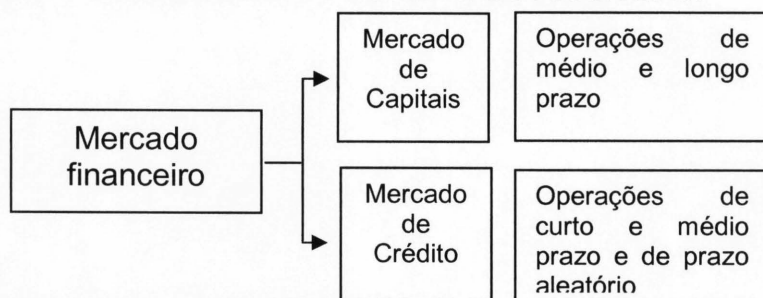
4. MERCADO DE CAPITAIS

Em sentido generalizado a palavra mercado pode ser atribuída ao local onde ofertantes e demandantes se encontram para negociar mercadorias, produtos, serviços, etc. A palavra também pode ser empregada em sentido específico pra designar as relações de compra e venda de determinado produto, como de café, arroz, soja, entre outros. Em sentido lato, tal palavra é sinônima de zona econômica, onde ocorrem ofertas e procuras de certos bens. Resumindo, o emprego desta palavra está associado diretamente ao objeto negociado entre os diversos agentes existentes, onde haverá a determinação das quantidades necessárias de produtos ou serviços e seus respectivos preços. (GASTALDI, 2005).

Para Pinheiro (2006), dentro de uma economia existem dois tipos de mercados, um destinado a produtos e outro aos fatores de produção. Neste trabalho nos interessa apenas o mercado de fatores de produção, representado pelo mercado financeiro. O mercado financeiro “abrange todas as operações do mercado financeiro bancário, do mercado financeiro não-bancário e do mercado financeiro direto. Em linhas gerais, ele abrange o mercado de capitais e o mercado de crédito” (GASTALDI, 2005, p. 188).

Podemos definir o mercado financeiro como o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços. São mercados nos quais os recursos financeiros são transferidos desde unidades superavitárias, isto é, que têm um excesso de fundos, até aquelas deficitárias, ou seja, que têm necessidades de fundos. (PINHEIRO, 2006, p. 81) Segundo Gastaldi (2005), o mercado financeiro pode ser dividido em dois mercados, conforme a figura a seguir:

FIGURA 1 – DESDOBRAMENTO DO MERCADO FINANCEIRO.

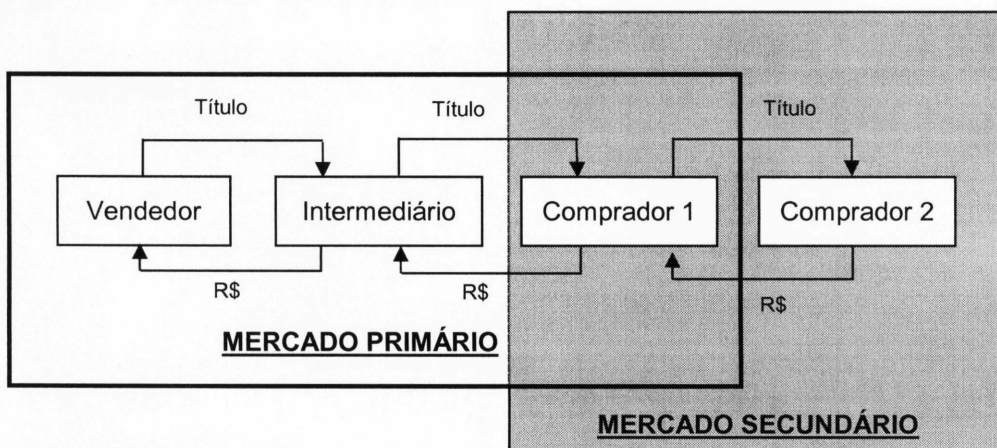


Fonte: adaptado de GASTALDI, 2005, p. 191.

Pinheiro (2006) classifica o mercado financeiro conforme critérios, onde cada qual possui sua classificação. Define o mercado conforme o grau de transformação de ativos, forma de funcionamento, tipos de ativos, fase de negociação, prazo ou condições, tipo de moeda, grau de intervenção, grau de formalização, grau de concentração e necessidade dos clientes. Como o escopo deste trabalho é centrado no acesso ao mercado de capitais não será abordado o mercado de crédito.

Segundo Gastaldi (2005), para haver um mercado de capitais desenvolvido existe a dependência de dois submercados conjugados, um primário e outro secundário. O primário destina-se à colocação de ações ao público enquanto o secundário é definido por uma parte de recursos disponíveis para a aquisição de ações que se destina para a compra das ações em poder do público.

FIGURA 2 – FLUXO DE NEGOCIAÇÃO DO TÍTULO.



Fonte: PINHEIRO, 2006, p. 86.

Para Pinheiro (2006), o conjunto de instituições que negociam títulos e valores mobiliários forma o mercado de capitais. Seu objetivo é a destinação dos capitais dos agentes demandantes para os agentes ofertantes, ou seja, ele é caracterizado como um sistema para viabilizar as trocas de valores mobiliários, os quais têm a finalidade de tornar possível a capitalização das empresas e fornecer liquidez aos títulos emitidos por elas. Para o mesmo autor o surgimento deste mercado teve como um dos motivos a ineficiência do mercado de crédito em atender as necessidades das empresas no tocante a prazos, custos e exigibilidades.

O mercado de capitais tem a função de incrementar a poupança nacional segundo Gastaldi (2005), opinião afirmada por Pinheiro (2006), porém com o acréscimo do mercado “contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada” (PINHEIRO, 2006, p. 136).

Teixeira (*in* BACHA e OLIVEIRA FILHO, 2005) afirma que o mercado de capitais brasileiro é extremamente sofisticado, porém não conta com uma boa capacidade de transferir poupança para investimentos de longo prazo.

Pinheiro (2006, p. 137) assinala algumas iniciativas dos setores público e privado em prol ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro:

Iniciativas do setor público:

- Reforma da Lei das Sociedades por Ações.
- Aprimoramento dos padrões contábeis das empresas abertas e exigência de transparência para empresas fechadas a partir de certo tamanho.
- Regulamentação da previdência privada complementar, para os setores público e privado, incentivando hábitos de poupança a longo prazo.
- Revisão da Lei de Falências, visando favorecer a realocação eficiente do custo do crédito.

Iniciativas do setor privado:

- Novo sistema operacional: Megabolsa 1997
- Criação da CBLC – *Clearing* independente 1997
- Introdução do sistema *Home Broker* 1999
- Início das operações *After Market* 1999
- Novo Mercado 2001

A aprovação da reforma da Lei das Sociedades Anônimas, as alterações estruturais na economia como o estabelecimento do câmbio flutuante, ajuste de contas do setor público e regime de metas de inflação, e ações de melhorias na capilaridade da economia durante os governos Fernando Henrique Cardoso e Lula contribuíram para melhorar a previsibilidade da economia brasileira. O estabelecimento de regras de governança corporativa, promoveu significativa melhora no sistema de informações de crédito e do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) resultando em avanços expressivos do mercado de capitais.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Esta criação seguiu uma tendência mundial para enfrentar problemas ocorridos no fim do século XX, como os escândalos envolvendo fraudes nos balanços sociais de grandes companhias. Essa ação tinha como objetivo melhorar o *disclosure*, *accountability*, e promover uma redução da assimetria de informações entre os investidores e as empresas (MACEDO, *et al.*).

“Em vista disso, a BOVESPA lançou a idéia da criação de um Novo Mercado, categoria onde só seriam listados papéis de empresas que aderissem a melhores regras de proteção aos acionistas minoritários e de maior transparência em suas contas. Inspirada na idéia do Neuer Markt alemão, esse projeto da BOVESPA teve como meta um melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, dando, sobretudo, maior destaque aos esforços da firma na melhoria da sua relação com seus investidores” (SROUR, 2004, p. 636).

5. GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito Governança Corporativa é recente no universo das organizações, o qual foi empregado pela primeira vez nos Estados Unidos, por Robert Monks em 1991. Em 1992, na Inglaterra, foi escrito o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa chamado de *Cadbury Report*. Três anos depois é editado *Corporate Governance*, escrito por Robert Monks e N. Minow. Somente no último ano da década de noventa ocorre a primeira iniciativa de um organismo multilateral para promover a difusão dos princípios da boa governança e dos benefícios proporcionados para o crescimento econômico dos países através do *Principles of corporate governance*, editado pela OCDE.

As melhores práticas de governança nasceram como resultado de uma série de fatores oriundos desde a segunda metade dos anos 80, ou seja, período da afirmação soberana do capitalismo. Entre estes fatores temos aqueles de caráter interno, como os conflitos de agência, e externos, novas condições definidas no mundo dos negócios que levaram a melhorias na alta gestão (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

Conflitos de agência podem ser traduzidos em divergências de interesses entre o controlador da companhia e os demais acionistas minoritários. Tais divergências nascem das diversas formas nas quais o controlador da empresa pode desviar recursos, ou seja, capturar benefícios privados da firma. Na hipótese de investidores de uma companhia suspeitarem de não ocorrer o retorno de suas aplicações, devido a problemas de captura de benefícios privados por parte dos controladores, as regras de governança corporativa se tornam mecanismos fundamentais de proteção dos interesses dos acionistas minoritários. (SROUR, 2005)

As novas condições no mundo dos negócios surgiram nas profundas alterações em nível global, com o processo de aglutinação de mercados financeiros e de blocos econômicos. Com isso novas estruturas de mercado e de competição surgiram, imprimindo um ambiente mais complexo, inseguro e mais suscetível a turbulências (ANDRADE e ROSSETTI, 2006).

Juntamente com tais alterações nos mercados, a orientação das companhias também mudou, tanto nas relações entre empresas e sociedade, empresas e empresas, até internamente entre acionistas, conselhos e diretoria.

Atualmente existem duas abordagens das melhores práticas de governança corporativa, aquela voltada a maximizar o retorno total dos empresários, *shareholders oriented*, e outra destinada a conciliar múltiplos objetivos para haver satisfação das pessoas, grupos ou instituições com interesses legítimos nas empresas, *stakeholders oriented*. Estas abordagens estão diretamente relacionadas às condições históricas, culturais e institucionais de cada país. A primeira abordagem predomina nos países anglo-saxões, enquanto a segunda tem origem nipo-germânica. No quadro a seguir encontra-se uma síntese comparativa entre as duas abordagens quanto à orientação de governança.

QUADRO 1 – ABORDAGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS QUALIFICAÇÕES.

Abordagens	Qualificações diferenciadoras
Shareholders Oriented	<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de países em que a abordagem tende a ser enfatizada: Estados Unidos, Inglaterra e Canadá. • Objetivos corporativos mais estritamente vinculados aos interesses dos acionistas: máximo retorno total do capital privado. • Indicadores de desempenho centrados em demonstrações patrimoniais e financeiras. • Oportunidades de crescimento e riscos corporativos: identificações e avaliações como focos complementares da governança. • Direito de propriedade inquestionável: conflitos de agencia como raízes das práticas de governança. • Proprietários representados nos órgãos internos de governança. • Gestores avaliados pelas decisões que maximizem a riqueza dos proprietários.
Stakeholders Oriented	<ul style="list-style-type: none"> • Exemplos de países em que a abordagem tende a ser enfatizada: <ul style="list-style-type: none"> - Alemanha – acionistas, credores e trabalhadores. - Japão – acionistas, credores, trabalhadores e conglomerados integrados em cadeias de negócios. • Conciliação de conjunto ampliado de interesses como objetivo corporativo. • Proprietários e outros stakeholders representados nos órgãos internos de governança. • Leque mais aberto de públicos-alvo integrados nos propósitos estratégicos das corporações. • Além dos resultados patrimoniais e financeiros (que se mantêm essenciais), olhos voltados também para um conjunto ampliado de indicadores de desempenho.

Fonte: ANDRADE e RISSETTI, 2006, p. 128.

As duas abordagens possuem pontos a favor e contra. Os investidores internacionais estão atentos às implicações provocadas por negócios das empresas na sociedade e como vêm ocorrendo o tratamento de tais eventos. Entretanto, devido ao mercado norte-americano de capitais possuir maior importância e relevância mundial, há uma “convergência mundial para o propósito de máximo retorno total do capital investido” (ANDRADE e ROSSETI, 2006, p. 128).

“a prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia” (Vieira; Mendes, 2004, p.104 in Sirqueira e Kalatzis, 2006)

No final de 1995 foi criado no país o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), com o objetivo de desenvolver e difundir os conceitos de boas práticas de governança corporativa no Brasil. Seu foco era promover e criar conselhos através da reunião de profissionais qualificados que pudessem colaborar para a gestão das companhias e desenvolvimento de negócios. Em 1999, altera-se sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), alterando também sua finalidade, lançando o primeiro código de boas práticas de governança produzido no país.

Em 2001 ocorre a primeira revisão do código, adicionando-se novos temas. A revisão abordou os seguintes temas: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, conselho fiscal, ética e conflitos de interesse, transparência, *accountability*, mudança de controle, *tag along*, acordos de proprietários, relacionamento com minoritários, titulares de ações preferenciais e outros *stakeholders*, constituição de conselhos, relações acionistas-conselhos-direção, e arbitragem. Em 2004 há nova revisão do código, incluindo temas como responsabilidade corporativa, conselho de família, *free float*, e maior detalhamento das responsabilidades e funções dos conselheiros independentes e a constituição de comitê de auditoria, em relação aos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley dos Estados Unidos. (ANDRADE e ROSSETI, 2006)

Segundo o IBGC, as boas práticas de governança corporativa podem ser definidas “nas atitudes e intenções de uma organização em se comprometer a adotar melhores práticas de gerenciamento contábil, com vistas a proporcionar maior transparência de suas informações financeiras, maior acessibilidade a essas informações pelos *stakeholders*, comprometimento com a geração de valor para a sociedade”.

5.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Para Andrade e Rossetti (2006), em resposta às alterações internacionais em relação ao novo ideal político-econômico, com a ascendente liberalização das economias ao redor do globo e a maior interdependência financeira, alteraram-se o ambiente político, a orientação estratégica e, como resultado disto, o direcionamento das empresas às novas condições estabelecidas no Brasil.

Seguindo essa tendência mundial, o aumento da preocupação com as políticas de investimento, as quais requerem cada vez mais informações claras e seguras, a Bolsa de Valores de São Paulo cria, no final de 2000, o Novo Mercado, Mercado de Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa. A criação destes mercados tem por objetivo aprimorar as práticas de governança corporativa até então existentes no país, visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e os interesses dos investidores.

Segundo a BOVESPA, “embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA”.

O Novo Mercado foi criado para a negociação de ações de empresas que aderiram voluntariamente às boas práticas de governança, as quais prevêem ampliação dos direitos dos acionistas e maior transparência e veracidade das informações fornecidas pelas empresas (Pinheiro, 2006). Segundo o autor os principais benefícios do Novo Mercado são:

Para os investidores:

- Maior transparência nos processos;
- Mais respeito com seus direitos societários;
- Redução do risco.

Para as empresas:

- Melhoria da imagem institucional;
- Valorização das ações;
- Menor custo do capital.

Para o mercado acionário:

- Aumento da liquidez;
- Aumento das emissões.

Para o Brasil:

- Empresas mais fortes e competitivas;
- Fortalecimento do mercado de capitais.




“A melhoria da qualidade das informações prestadas pela Companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Assim, em virtude do aumento da confiança, eleva-se a disposição dos investidores em adquirirem ações da Companhia, tornando-se seus sócios.”


“A redução do risco também gera uma melhor precificação das ações que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas.” (BOVESPA)

Para Teixeira (2005), “a iniciativa da BOVESPA de classificar as empresas em função da governança tem ajudado a diminuir, no médio e longo prazos, o risco de prejuízo dos acionistas que não participam do controle das empresas”. (p.136). “Reconhecendo que as regras estabelecidas para o Novo Mercado são bastante restritivas e que muitas empresas já listadas não terão condições de satisfazê-las, a BOVESPA optou pela criação de outros dois novos níveis de

governança (denominados Nível 1 e Nível 2)”. (CARVALHO, 2003, p. 3) Ainda segundo o autor, a iniciativa da BOVESPA difere-se da iniciativa alemã por permitir empresas já listadas aderirem aos novos níveis de governança. Enquanto que para Andrade e Rossetti (2006), os novos segmentos de listagem foram criados para desenvolver um ambiente no qual houvesse uma incitação do interesse dos investidores e uma conseqüente valorização das empresas.

QUADRO 2 – CARACTERÍSTICAS DO NOVO MERCADO, NÍVEL 1 E NÍVEL 2.

Mercado	Características
	<ul style="list-style-type: none"> • Empresas que ainda não possuem ações listadas na bolsa. • Empresas que já tenham apenas ações ordinárias listadas na bolsa, ou que possuam ações preferenciais com possibilidade de conversão para ações ordinárias. • A empresa deve ter e emitir apenas ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto. • Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. • Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a Companhia, conforme o caso, fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada. • O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato de no máximo dois anos. • Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação. • Informações adicionais nas ITR's (informações trimestrais), DFP's (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e nas IAN's (Informações Anuais) • Não podem existir partes beneficiárias.
	<ul style="list-style-type: none"> • Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação. • Informações adicionais nas ITR's, DFP's e nas IAN's • Não podem existir partes beneficiárias.
	<ul style="list-style-type: none"> • Caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, detentores das ações ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias. • Caso a Companhia tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto restrito a essas ações nas seguintes situações: <ul style="list-style-type: none"> ➢ transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia. ➢ aprovação de contratos entre a Companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, desde que sejam matéria de assembléia. ➢ avaliação de bens que concorram para aumento de capital.

	<ul style="list-style-type: none"> ➤ escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da Companhia, nos casos exigidos pelo regulamento de práticas diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2. • O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de, no máximo, dois anos. • Informações adicionais nas ITR's (informações trimestrais), DFP's (Demonstrações Financeiras Padronizadas) e nas IAN's (Informações Anuais) • Não podem existir partes beneficiárias.
---	---

Fonte: BOVESPA

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro, apresentou em 2002 uma série de recomendações destinadas a contribuir com o processo de desenvolvimento da Governança Corporativa no país. Sua cartilha é uma sinalização às empresas dos “benefícios que a boa governança pode trazer para o desenvolvimento do mercado de capitais e, mais amplamente, para o crescimento econômico do país, via expansão da poupança interna e externa aplicada na capitalização das empresas” (ANDRADE e ROSSETTI, 2006, p. 435).

As recomendações da CVM sobre Governança Corporativa podem ser resumidas no tratamento diferenciado das empresas nas questões das assembleias, na estrutura acionária, na proteção aos acionistas minoritários, estabelecimento do funcionamento dos conselhos de administração, conselho fiscal e auditoria, e na adoção de normas internacionais para publicar suas demonstrações financeiras.

5.2 MUDANÇAS PROVOCADAS PELA ADOÇÃO AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADOS DA BOVESPA

Em dezembro de 2000 ocorre o lançamento dos novos mercados de governança corporativa diferenciada da BOVESPA, destinados para as empresas dispostas a assumir padrões mais rígidos de governança corporativa. Tais mercados, de Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, começaram a funcionar efetivamente a partir de 2001. Segundo dados da BOVESPA, em 26 de junho daquele ano, 9 empresas aderiram ao mercado de Nível 1, onde anteriormente já eram listadas no mercado tradicional da BOVESPA, a saber, por ordem alfabética:

1. Banco Bradesco S.A
2. Banco Itaú Holding Financeira S.A
3. Bradespar S.A
4. Gerdau S.A
5. Itaúsa – Investimentos Itaú S.A
6. Randon S.A Implementos e Participações
7. Sadia S.A
8. Unibanco Holdings S.A
9. Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A

Naquele mesmo ano três empresas adeririam ao Nível 1 de Governança Corporativa – S.A Fábrica de produtos Alimentício Vigor, Cia. Energética de Minas Gerais (CEMIG), e Votorantin Celulose e Papel S.A – totalizando doze empresas listadas no novo segmento de governança corporativa.

Em 2002 ocorrem as primeiras adesões ao Novo Mercado, num total de duas empresas. Outras cinco empresas aderiram ao mercado de Nível 1 e três ao mercado de Nível 2 de Governança Corporativa, totalizando vinte e duas empresas listadas nestes novos segmentos. Em 2003 ocorrem oito adesões ao mercado de Nível 1 da BOVESPA, ressaltando o fato de neste ano não terem sido

realizadas migrações ou adesões para os mercados de Nível 2 e Novo Mercado.

Em 2004 o quadro de adesões transforma-se em relação ao ano anterior, tornando-se mais heterogêneo em relação às entradas nos novos segmentos diferenciados. Cinco empresas aderem ao Novo Mercado, totalizando sete empresas neste segmento desde a sua criação. O mercado de Nível 1 conta com três entradas neste ano enquanto que o mercado de Nível 2 recebe quatro adesões. Em 2005 ocorrem quatorze entradas nos segmentos diferenciados da BOVESPA. Ocorrem apenas duas adesões ao mercado de Nível 2, três ao Nível 1, enquanto que o Novo Mercado foi responsável por nove adesões.

Em 2006, ocorreram duas adesões ao Nível 1, quatro ao Nível 2 e vinte e sete ao Novo Mercado. Em 2007, a BOVESPA registrou a adesão de mais sete empresas ao Nível 1, seis ao Nível 2 e o expressivo número de trinta e nove adesões ao Novo Mercado. Sendo assim, até a terceira semana de setembro de 2007, as quantidades respectivas de empresas listadas nos três segmentos diferenciados de governança corporativa da BOVESPA eram:

TABELA 2 – QUANTIDADE DE EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA POR SEGMENTO

ADESÕES	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	TOTAL*
NOVO MERCADO	0	2	0	5	9	27	39	82
NÍVEL 1	12	5	8	3	3	2	7	40
NÍVEL 2	0	3	0	4	2	4	6	19

Fonte: Boletim Diário de Informações da BOVESPA, 27 de setembro de 2007.

* até 27 de setembro de 2007.

Conforme os dados acima descritos, verifica-se um movimento crescente de empresas optando em abrir seu capital com o objetivo de terem acesso ao mercado de capitais, ou seja, é crescente a busca por novas fontes de financiamento. É observável também a evolução ocorrida nos últimos anos em relação às adesões e migrações, onde inicialmente concentravam-se no mercado de Nível 1. A partir de 2005 o Novo Mercado ganha destaque e lidera até os dias atuais a quantidade de adesões.

A participação das empresas listadas na BOVESPA através dos segmentos diferenciados de governança corporativa é, atualmente, da ordem de aproximadamente 1/3. Esta alteração deve-se principalmente ao movimento de aberturas de capital ocorridas recentemente no país, resultado do atual estágio da economia e crescente interesse dos investidores nesse tipo de aplicação. Este interesse pode ser explicado pela preocupação dos pequenos e grandes investidores quanto às relações das empresas com seus acionistas. A maior transparência das empresas pertencentes a um dos níveis diferenciados de governança, é fator influenciável na escolha de portfólio de qualquer investidor.

Em reportagem do dia 24.09.2007, no Portal Exame, a agência de classificação de risco Moody's atribuiu uma melhor classificação à empresa Perdigão, devido a sua presença nos mercados nacional e internacional, além de:

“A Moody's destaca, ainda, como fatores positivos a habilidade da empresa em elevar suas vendas e reduzir sua exposição frente a novos produtos por meio de estratégia de preços. Além disso, a agência avalia como muito positiva a estrutura de baixo custo da companhia, sua rede de distribuição nacional e seu **alto nível de governança corporativa.**”
(Portal Exame, 24.09.2007, grifo nosso)

Com a nova classificação, as ações da Perdigão tiveram valorização da ordem de 4,21% neste dia, afirmando que, além de outros fatores, a governança pode influenciar na valorização das ações de uma empresa. Conforme reportagem do site Uol economia, datada de 27.09.2007, investir em ações de empresas adeptas de boas práticas de governança reduz o risco no longo prazo além de obter maior retorno do investimento. Para Mauro Rodrigues da Cunha, Conselheiro do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa,

“mais do que uma garantia de segurança, a adesão ao Novo Mercado fornece uma robusta sinalização aos investidores – que deve ser complementada diariamente ao se integrar ao espírito destas regras e dos códigos de boas práticas em todas as atividades da administração.”

...
“Vale dizer que as empresas que lançaram suas ações não aderiram ao Novo Mercado apenas por achar bonitinho. Elas se convenceram que praticar boa governança gera valor e, se esta prática for percebida pelo mercado, gera acesso ao capital. Ficou claro que os investidores aprenderam com os abusos do passado e hoje se recusam a adquirir títulos sem proteção ou recheados de conflitos de interesses.”

(Mauro Rodrigues da Cunha Lições de IPO's 1)

A tabela abaixo compara a rentabilidade do índice das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança e o índice geral das empresas da BOVESPA.

TABELA 3 - RENTABILIDADE IGC X IBOVESPA

Rentabilidade IGC x Ibovespa				
Ano	IGC		Ibovespa	
	Variação	Pontos	Variação	Pontos
2001	+1,09%	1.010	-11,0%	13.577
2002	+1,57%	1.026	-17,0%	11.268
2003	+79,70%	1.845	+97,3%	22.236
2004	+37,90%	2.545	+17,8%	26.196
2005	+43,76%	3.658	+27,7	33.455
2006	+41,29%	5.169	+32,9%	44.473
2007*	+22,53%	6.334	+22,86%	54.637

Fonte: BOVESPA* até agosto

Para verificar se a melhor rentabilidade do IGC em relação ao Ibovespa está relacionada com a adoção das boas práticas de governança exigidas pelo mercado de Nível 1, será feita uma análise de empresas selecionadas do Nível 1 e do segmento tradicional da BOVESPA.

5.3 ANÁLISE DE PREÇOS DAS AÇÕES DAS EMPRESAS SELECIONADAS

A partir das informações encontradas no BDI (Boletim Diário de Informações) da BOVESPA, do dia 12 de setembro de 2007, foram identificadas as empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa em 2001, 2002 e 2003. Como filtro, foram estabelecidas duas premissas: as empresas deveriam possuir ações preferenciais (PN) e ordinárias (ON) e estarem classificadas como participantes do mercado de Nível 1 da BOVESPA. Portanto, na eliminação de algumas empresas chegou-se ao número de quinze empresas para a análise. Outras quinze empresas participantes do mercado tradicional da BOVESPA foram selecionadas para a comparação entre as variações de preços das ações no

período de cinco anos, entre 2002 e 2006.

Para a análise das variações realizou-se um tratamento estatístico denominado análise de regressão simples. Esta análise de regressão foi efetuada através da regressão sobre variável dummy, ou qualitativa. “A introdução de variáveis qualitativas, frequentemente chamadas de **variáveis dummies**, torna o modelo de regressão linear uma ferramenta extremamente flexível, capaz de lidar com muitos problemas interessantes encontrados nos estudos empíricos” (GUJARATI, 2000, p. 503)

A análise de regressão a partir de um modelo com variável dummy foi selecionada por permitir analisar uma variável qualitativa, traduzindo-se em ter ou não nível diferenciado de governança corporativa. Para as empresas do Mercado Nível 1 foi adotado a identificação da variável dummy com o número 1 e com o número 0 para aquelas que são listadas no segmento tradicional da BOVESPA. Os preços das ações das empresas selecionadas foram obtidos no site da BOVESPA e através do software de análise de ações SHB2 (Soluções Home Broker 2), da empresa Majer & Majer S/C Ltda.

Partia-se do pressuposto que a adoção a um dos níveis de governança corporativa da BOVESPA permitiria à empresa uma melhor valorização do preço de suas ações. Entretanto, o resultado obtido através do modelo de regressão, calculado pelo MS Excel, mostrou baixo nível de explicação da variável dummy na variação do preço das ações. O resultado encontrado para R^2 mostrou-se nulo/insatisfatório, com valor de 0,000678, o que mostra quase nenhuma capacidade da variável independente explicar a dependente. Portanto, os demais testes para análise dos parâmetros se fazem desnecessários. Conclui-se que somente com uma variável independente, ou seja, ter ou não governança corporativa, não foi capaz de determinar a sua influência na valorização das ações das empresas analisadas.

Para a análise comprovar a capacidade da governança corporativa em influenciar a valorização das ações das empresas listadas nos segmentos diferenciados da BOVESPA, faz-se necessário ampliar a amostra para o Novo Mercado e o Nível 2 de Governança Corporativa. Outro caminho seria estabelecer novas variáveis independentes que possam contribuir na explicação das

influências da Governança Corporativa, como retorno sobre o ativo, lucro por ação, etc.

As trinta empresas analisadas apresentaram, na grande maioria, uma variação positiva no período analisado. Apenas três empresas do universo pesquisado tiveram variações negativas no período.

Cabe citar que a recente melhora econômica do país, a retomada do crescimento com inflação baixa e controlada, e o ingresso de capitais externos, fez com que diversos setores da economia experimentassem crescimento no período analisado. O resultado disso criou um ambiente propício para que as empresas buscassem acesso a recursos financeiros através da abertura de capitais via bolsa de valores.

6. CONCLUSÃO

O objetivo geral deste trabalho foi analisar a Governança Corporativa presente no Brasil, e como a adoção das práticas de governança corporativa tem afetado as empresas no mercado de capitais, observando as adesões e migrações aos novos segmentos diferenciados e o desempenho no decorrer do tempo.

A adesão aos níveis diferenciados de governança favorece uma maior visibilidade e confiabilidade por parte dos investidores, uma vez que tais práticas conferem à empresa uma administração e relação com investidores mais transparente e honesta.

A descrição da evolução das adesões aos níveis diferentes de governança ao longo dos últimos anos, pôde identificar um processo de evolução de mercado a mercado, reflexo de novas adesões, IPO's (Initial Papers Offer) e do próprio desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Nos últimos anos assistimos a uma crescente onda de IPO's na BOVESPA. Como consequência do desenvolvimento do mercado de capitais, tais ofertas concentraram-se nos níveis diferenciados de governança corporativa, o que pôde ser verificado com a cronologia exposta neste trabalho das adesões aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. A disposição em adotar práticas mais claras e responsáveis perante o mercado é um dos fatores responsáveis pelo acesso ao mercado de capitais, pois confere a estas empresas maior credibilidade junto aos investidores e aos potenciais investidores da empresa.

A análise de regressão utilizada não foi capaz de creditar à adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA uma maior valorização nos preços das ações analisadas em comparação com as empresas do segmento tradicional. Tal resultado pode ser creditado a duas alternativas: amostra reduzida de empresas ou, a mais plausível, a falta de uma ou mais variáveis independentes que poderiam auxiliar a explicar a contribuição da Governança

Corporativa na valorização das ações das empresas.

Mesmo não comprovada a hipótese na qual a adoção de melhores práticas de governança confere melhores valorizações das ações de empresas participantes do mercado Nível 1, a maioria das empresas analisadas obteve uma variação expressiva, onde algumas se destacaram apresentando variação superior a 500% no período de 2002 a 2006.

GLOSSÁRIO

Accountability – prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.

Ações tipo ON – são ações denominadas ordinárias, as quais conferem direito a voto nas assembleias de acionistas.

Ações tipo PN – são ações denominadas preferenciais, as quais conferem direito ao recebimento dos dividendos antes dos acionistas detentores de ações ordinárias.

Disclosure – transparência das informações, especialmente no caso de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.

Governança Corporativa – práticas de gestão empresarial que visam transmitir maior transparência em relação às demonstrações contábil-financeiras de uma empresa, promovendo maior segurança a investidores e aos acionistas minoritários.

IBOVESPA – É o índice mais importante do mercado de ações brasileiro. Ele mede o desempenho médio de uma carteira teórica de ações correspondente a 80% do número de negócios e do volume financeiro do mercado à vista da BOVESPA.

IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

IPO – Initial Papers Offer, ou oferta inicial de papéis é o ato de lançamento de ações pela primeira vez em uma bolsa de valores.

Mercado de Capitais – é um “mercado virtual” onde os produtos comercializados são bens de capital, como por exemplo ações de empresas nacionais ou multinacionais. É uma alternativa ao mercado de crédito de curto e médio prazo, caracterizado pelos bancos, para captação de recursos.

Shareholders – grupo de pessoas ligadas diretamente à uma empresa por serem proprietários das mesmas.

Sociedades Anônimas – são sociedades empresariais onde os proprietários não são identificados através de posição em contrato social, mas sim em estatuto elaborado pela empresa e na maioria das vezes pelo número ou valor das ações de sua propriedade.

Stakeholders – grupo de pessoas ligadas direta ou indiretamente à uma empresa ou organização.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2006.

BOVESPA. **Boletim Informativo**. Ano 6, número 108, agosto de 2007.

_____. **Boletim Diário de Informações**. 27 de setembro de 2007. Acessado em 28 de setembro de 2007, às 7:12h.

BRESSER PEREIRA, Luiz C. . **Crise Econômica e Reforma do Estado no Estado no Brasil**. São Paulo: Editora 34, 1996. Parte 2.

BRESSER PEREIRA, L. C., WILHEIM, J., SOLA, L. **Sociedade e Estado em Transformação**. São Paulo: Fundação Editora da Unesp, 1999.

CUNHA, Mauro R. da. **Lições de IPO's 1**. Artigo publicado no site www.ibgc.org.br, acessado em 3 de setembro de 2007, às 20:12h.

_____. **Lições de IPO's 21**. Artigo publicado no site www.ibgc.org.br, acessado em 3 de setembro de 2007, às 20:29h.

GASTALDI, J. Petrelli. **Elementos de Economia Política**. 19. ed. – São Paulo: Saraiva, 2005.

GREMAUD, Amaury P. VASCONCELLOS, Marco Antônio S. de. TONETO JR, Rudinei. **Economia Brasileira Contemporânea**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

MACEDO, Fabrício de Q. *et al.* **Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado**. Artigo publicado no site: www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/124.pdf. Acessado em 25 de agosto de 2007.

MALIENI JR, Walter. **Práticas de Governança Corporativa e Geração de Valor aos Acionistas**. São Paulo: 2003. 195f. Tese de Mestrado, Universidade Presbiteriana Mackenzie.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. – São Paulo: Atlas, 2006.

ROGERS, Pablo. ROGERS, Dany. MARTINS, Vidigal F. **Limites para o desenvolvimento do Mercado de Capitais Latino-Americano e Governança Corporativa: Estudo de Caso do Brasil.** In: Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración (CLADEA), 2004, Puerto Plata. 2004.

SANTOS, Antônio Raimundo dos. **Metodologia Científica: a construção do conhecimento.** 2. ed. – Rio de Janeiro: DP&A editora, 1999.

SELLTIZ, C *et al.* **Métodos de pesquisa nas relações sociais.** São Paulo: EPU, 1974.

SIRQUEIRA, Aieda B. KALATZIS, Aquiles E. G. **Boas práticas de governança corporativa e Otimização de Portfólio: Uma análise Comparativa.** Artigo ANPEC, 2006.

TEIXEIRA, NILSON. **Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios.** In: BACHA, Edmar L. OLIVEIRA FILHO, Luiz C. [orgs.] **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.** Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

SROUR, Gabriel. **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: Estudo sobre a Conduta e a Performance das Firms Brasileiras.** Revista Brasileira de Economia, Vol p. 635-674. Rio de Janeiro: 2005.

Sites da Internet:

<http://portalexame.abril.com.br/financas/m0139267.html>. Acessado em 28/09/07, às 01:43h.

<http://noticias.uol.com.br/economia/ultnot/infomoney/2007/09/27/ult4040u7111.jhtm>. Acessado em 28/09/07, às 2:24h.

www.bovespa.com.br

www.majershb.com.br

www.teses.usp.br

ANEXOS

ANEXO A – O preço da transparência: IGC traz mais retorno e menor risco ao investidor – 27.09.2007

SÃO PAULO - Investir em empresas preocupadas com práticas diferenciadas de Governança Corporativa traz mais retorno e diminui o risco do investimento em ações no longo prazo em relação às companhias sem gestão transparente.

O IGC (Índice de Governança Corporativa), criado pela Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) no final de 2000 - que mede o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentam bons níveis de governança - supera o rendimento do Ibovespa, principal índice da bolsa.

Nos últimos anos, ao lado do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a preocupação com a gestão responsável tem crescido. Atualmente, o número de companhias listadas em um dos níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) chega a 140.

"O Novo Mercado, onde os requisitos de entrada são os mais severos, é onde as empresas estão fazendo o seu IPO (*Initial Public Offering*). Isso significa que o próprio mercado não aceita mais as empresas que tenham somente transparência, que é o básico do Nível 1", explica Heloisa Bedicks, diretora executiva do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

Rentabilidade IGC x Ibovespa				
Ano	IGC		Ibovespa	
	Variação	Pontos	Variação	Pontos
2001	+1,09%	1.010	-11,0%	13.577
2002	+1,57%	1.026	-17,0%	11.268
2003	+79,70%	1.845	+97,3%	22.236
2004	+37,90%	2.545	+17,8%	26.196
2005	+43,76%	3.658	+27,7	33.455
2006	+41,29%	5.169	+32,9%	44.473
2007*	+22,53%	6.334	+22,86%	54.637

Fonte: Bovespa * Até agosto

Transparência e segurança

Pesquisas recentes, apesar de não serem totalmente conclusivas, mostram indícios de que as empresas com melhores práticas são menos suscetíveis à riscos externos, como oscilações do mercado provocadas por fatores macroeconômicos, afirma Pablo Rogers, especialista em Governança.

"Em essência, indica-se que empresas com boa governança são mais 'blindadas' às oscilações do mercado e, assim, possuem uma menor volatilidade dos retornos das ações", diz Rogers, doutorando em finanças pela FEA/USP e que já publicou diversos trabalhos sobre o assunto.

A maior importância dada pelos investidores em relação às práticas de gestão das empresas, entretanto, pode fazer com que esta diferença entre os índices reduza ao longo do tempo, uma vez que esta vantagem competitiva tem tornado pré-requisito para grande maioria dos investidores em ações, lembra Rogers.

"Hoje o investidor não quer mais correr riscos. Então prefere fazer a aplicação em empresas com boas práticas de Governança Corporativa", completa Heloisa, do IBGC. E o benefício não é exclusivo dos acionistas.

Para Arleu Aloisio Anhalt, presidente da Firb (Financial Investor Relations Brasil), que presta consultoria de Relações com Investidores, as empresas que estão bem preparadas no momento da abertura de capital podem até conseguir um preço um pouco melhor no mercado.

"A empresa precisa fazer a lição de casa antes de abrir o capital para, quando chegar ao mercado, o processo de transparência ser um procedimento normal na companhia", explica.

Acionistas ativistas

O mercado e os investidores exigem transparência, mas não participam ativamente das dia-a-dia das empresas. Nos EUA, onde o mercado de capitais é mais antigo, a participação dos minoritários é rotineira. O Wal-Mart chega a realizar assembleias em estádios de futebol americano.

A realidade brasileira é sentida na pele por empresas com elevada pulverização do capital, como a Lojas Renner. "Logo após nos tornarmos uma corporação com o capital bastante disperso tivemos uma assembleia que acabou não acontecendo", revela o diretor de Relações com Investidores da empresa, José Carlos Ruhby.

Para driblar este contratempo, a varejista, também listada no Novo Mercado, criou alguns procedimentos. A convocação para assembleias é realizada com 40 ou 45 dias de antecedência, muito acima dos 15 dias exigidos pela legislação.

A companhia também elaborou um manual em inglês e em português para adiantar a pauta da reunião e qual o encaminhamento da administração sobre determinado tema. Além disso, é mantido um contato permanente com alguns acionistas para destacar a importância da presença deles na Assembleia.

"O investidor não tem como hábito participar das assembleias. Precisamos cobrar mais ativismo", alerta Heloisa, do IBGC. "A Lojas Renner tem em torno de 5 mil acionistas. É um desafio que já faz parte do nosso cotidiano", completa Ruhby.

"Para frente, a expectativa é de que a legislação evolua para permitir a participação não-presencial nas assembleias", diz Anhalt, da Firb.

ANEXO B – Tabela variação de preços das empresas de Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA.

N.	EMPRESAS NÍVEL 1		VALOR DA AÇÃO					VARIACÃO 2002 - 2006
	EMPRESA	CÓDIGO AÇÃO	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	
1	BRADESCO	BBDC3	R\$ 6,49	R\$ 11,21	R\$ 13,20	R\$ 30,82	R\$ 41,19	535%
		BBDC4	R\$ 7,02	R\$ 12,67	R\$ 14,83	R\$ 32,26	R\$ 42,92	511%
2	ITAÚ	ITAU3	R\$ 12,96	R\$ 25,25	R\$ 32,27	R\$ 44,58	R\$ 62,93	386%
		ITAU4	R\$ 4,41	R\$ 28,70	R\$ 18,44	R\$ 24,60	R\$ 34,08	673%
3	BRADSPAR	BRAP3	R\$ 6,04	R\$ 12,63	R\$ 19,62	R\$ 28,01	R\$ 49,44	719%
		BRAP4	R\$ 6,55	R\$ 15,75	R\$ 19,77	R\$ 28,00	R\$ 49,88	662%
4	GERDAU	GGBR3	R\$ 3,17	R\$ 11,47	R\$ 15,64	R\$ 18,32	R\$ 30,26	855%
		GGBR4	R\$ 4,41	R\$ 13,56	R\$ 18,44	R\$ 24,60	R\$ 34,08	673%
5	ITAÚSA	ITSA3	R\$ 2,42	R\$ 3,23	R\$ 4,19	R\$ 6,60	R\$ 11,36	369%
		ITSA4	R\$ 1,36	R\$ 3,10	R\$ 3,84	R\$ 6,45	R\$ 9,67	611%
6	RANDON	RAPT3	R\$ 1,03	R\$ 2,24	R\$ 6,33	R\$ 6,84	R\$ 7,90	667%
		RAPT4	R\$ 1,05	R\$ 2,88	R\$ 6,80	R\$ 7,31	R\$ 9,48	803%
7	UNIBANCO	UBBR3	R\$ 4,22	R\$ 3,67	R\$ 4,23	R\$ 8,50	R\$ 14,46	243%
		UBBR4	R\$ 1,29	R\$ 3,04	R\$ 2,99	R\$ 6,14	R\$ 8,20	536%
8	CEMIG	CMIG3	R\$ 5,38	R\$ 12,37	R\$ 14,83	R\$ 22,47	R\$ 29,04	440%
		CMIG4	R\$ 6,49	R\$ 17,58	R\$ 17,56	R\$ 27,27	R\$ 33,46	416%
9	ARACRUZ	ARCZ3	R\$ 3,56	R\$ 7,30	R\$ 7,25	R\$ 7,50	R\$ 13,00	265%
		ARCZ6	R\$ 5,29	R\$ 10,60	R\$ 8,92	R\$ 8,69	R\$ 12,78	142%
10	BRASILT PARTIC.	B RTP3	R\$ 13,80	R\$ 18,25	R\$ 26,80	R\$ 23,76	R\$ 35,00	154%
		B RTP4	R\$ 18,20	R\$ 21,61	R\$ 20,10	R\$ 17,20	R\$ 18,31	1%
11	BRASIL TELECOM	B RTO3	R\$ 11,30	R\$ 15,95	R\$ 14,37	R\$ 17,50	R\$ 27,85	146%
		B RTO4	R\$ 11,74	R\$ 15,20	R\$ 13,70	R\$ 10,05	R\$ 10,95	-7%
12	BRASKEM	BRKM3	R\$ 2,47	R\$ 11,75	R\$ 23,50	R\$ 17,40	R\$ 13,00	426%
		BRKM5	R\$ 2,75	R\$ 16,71	R\$ 33,50	R\$ 19,00	R\$ 15,00	445%
13	MET GERDAU	GOAU3	R\$ 6,33	R\$ 13,33	R\$ 25,78	R\$ 31,33	R\$ 41,00	548%
		GOAU4	R\$ 6,60	R\$ 14,82	R\$ 29,96	R\$ 32,33	R\$ 43,95	566%
14	ALPARGATAS	ALPA3	R\$ 13,01	R\$ 19,90	R\$ 32,80	R\$ 69,99	R\$ 129,00	892%
		ALPA4	R\$ 10,90	R\$ 20,00	R\$ 36,00	R\$ 72,79	R\$ 129,50	1088%
15	VALE DO RIO DOCE	VALE3	R\$ 8,57	R\$ 14,13	R\$ 18,88	R\$ 23,88	R\$ 31,85	272%
		VALE5	R\$ 8,13	R\$ 12,27	R\$ 16,04	R\$ 20,94	R\$ 27,05	233%

ANEXO C – Tabela variação de preços das empresas do segmento tradicional da BOVESPA.

N.	EMPRESAS SEGMENTO TRADICIONAL		VALOR DA AÇÃO								VARIACÃO
	EMPRESA	CÓDIGO AÇÃO	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	2002-2006			
1	ACESITA	ACES3	R\$ 8,50	R\$ 16,70	R\$ 36,49	R\$ 33,00	R\$ 54,90	546%			
		ACES4	R\$ 9,20	R\$ 16,30	R\$ 38,79	R\$ 29,19	R\$ 54,59	493%			
2	AMBEV	AMBV3	R\$ 39,83	R\$ 52,92	R\$ 114,00	R\$ 75,20	R\$ 94,30	137%			
		AMBV4	R\$ 45,93	R\$ 62,85	R\$ 62,94	R\$ 89,80	R\$ 105,40	129%			
3	PARAMAPANEMA	PMAM3	R\$ 2,98	R\$ 6,00	R\$ 7,50	R\$ 13,94	R\$ 29,90	903%			
		PMAM4	R\$ 1,64	R\$ 9,50	R\$ 9,50	R\$ 16,15	R\$ 25,80	1473%			
4	LOJAS AMERICANAS	LAME3	R\$ 0,88	R\$ 2,80	R\$ 4,95	R\$ 8,45	R\$ 10,70	1116%			
		LAME4	R\$ 0,92	R\$ 3,05	R\$ 4,06	R\$ 7,15	R\$ 11,95	1199%			
5	TELEMAR	TNLP3	R\$ 20,00	R\$ 35,20	R\$ 46,59	R\$ 53,30	R\$ 55,70	179%			
		TNLP4	R\$ 27,30	R\$ 45,42	R\$ 44,40	R\$ 41,50	R\$ 32,00	17%			
6	PETROBRÁS	PETR3	R\$ 13,20	R\$ 21,02	R\$ 26,63	R\$ 41,30	R\$ 54,49	313%			
		PETR4	R\$ 11,60	R\$ 19,10	R\$ 24,29	R\$ 37,21	R\$ 49,80	329%			
7	EMBRATEL	EBTP3	R\$ 4,18	R\$ 14,10	R\$ 9,40	R\$ 5,70	R\$ 7,05	69%			
		EBTP4	R\$ 3,74	R\$ 9,77	R\$ 5,60	R\$ 6,80	R\$ 7,05	89%			
8	USIMINAS	USIM3	R\$ 6,35	R\$ 24,50	R\$ 49,99	R\$ 51,30	R\$ 71,00	1018%			
		USIM5	R\$ 6,56	R\$ 33,95	R\$ 53,95	R\$ 55,60	R\$ 80,50	1127%			
9	COPEL	CPLE3	R\$ 8,00	R\$ 8,70	R\$ 9,80	R\$ 14,95	R\$ 21,50	169%			
		CPLE5	R\$ 9,00	R\$ 12,80	R\$ 10,13	R\$ 17,02	R\$ 22,58	151%			
10	CEMAT	CMGR3	R\$ 0,35	R\$ 0,90	R\$ 3,00	R\$ 4,00	R\$ 7,90	2157%			
		CMGR4	R\$ 0,40	R\$ 0,46	R\$ 1,01	R\$ 4,30	R\$ 7,70	1825%			
11	DIMED	PNVL3	R\$ 10,00	R\$ 19,50	R\$ 21,10	R\$ 20,20	R\$ 32,39	224%			
		PNVL4	R\$ 8,80	R\$ 15,00	R\$ 15,00	R\$ 17,50	R\$ 30,94	252%			
12	VIVO	VIVO3	R\$ 9,53	R\$ 14,75	R\$ 12,50	R\$ 8,49	R\$ 14,70	54,25%			
		VIVO4	R\$ 10,63	R\$ 18,93	R\$ 17,98	R\$ 8,85	R\$ 8,74	-18%			
13	CELULOSE IRANI	RANI3	R\$ 2,00	R\$ 6,60	R\$ 13,00	R\$ 9,98	R\$ 8,56	328%			
		RANI4	R\$ 2,00	R\$ 6,20	R\$ 12,40	R\$ 9,48	R\$ 12,00	500%			
14	COTEMINAS	CTNM3	R\$ 11,00	R\$ 8,45	R\$ 12,50	R\$ 8,25	R\$ 13,00	18,18%			
		CTNM4	R\$ 12,90	R\$ 10,93	R\$ 15,00	R\$ 10,70	R\$ 12,50	-3,10%			
15	TELESP	TLPP3	R\$ 22,70	R\$ 36,50	R\$ 46,50	R\$ 37,49	R\$ 47,32	108%			
		TLPP4	R\$ 34,30	R\$ 45,30	R\$ 50,70	R\$ 47,95	R\$ 55,00	60%			

ANEXO D – Tabela Análise de Regressão Simples com variável Dummy

CÓDIGO AÇÃO	VARIAÇÃO	DUMMY
BBDC3	535%	1
BBDC4	511%	1
ITAU3	386%	1
ITAU4	673%	1
BRAP3	719%	1
BRAP4	662%	1
GGBR3	855%	1
GGBR4	673%	1
ITSA3	369%	1
ITSA4	611%	1
RAPT3	667%	1
RAPT4	803%	1
UBBR3	243%	1
UBBR4	536%	1
CMIG3	440%	1
CMIG4	416%	1
ARCZ3	265%	1
ARCZ6	142%	1
BRTP3	154%	1
BRTP4	1%	1
BRTO3	146%	1
BRTO4	-7%	1
BRKM3	426%	1
BRKM5	445%	1
GOAU3	548%	1
GOAU4	566%	1
ALPA3	892%	1
ALPA4	1088%	1
VALE3	272%	1
VALE5	233%	1
ACES3	546%	0
ACES4	493%	0
AMBV3	137%	0
AMBV4	129%	0
PMAM3	903%	0
PMAM4	1473%	0
LAME3	1116%	0
LAME4	1198,9%	0
TNLP3	179%	0
TNLP4	17,22%	0
PETR3	313%	0
PETR4	329%	0
EBTP3	69%	0
EBTP4	89%	0
USIM3	1018%	0
USIM5	1127%	0
CPLE3	169%	0
CPLE5	151%	0
CMGR3	2157%	0
CMGR4	1825%	0
PNVL3	224%	0
PNVL4	252%	0
VIVO3	54%	0
VIVO4	-18%	0
RANI3	328%	0
RANI4	500%	0
CTNM3	18%	0
CTNM4	-3%	0
TLPP3	108%	0
TLPP4	60%	0

ANEXO E – Resumo dos Resultados obtidos através do cálculo da análise de regressão simples com variável dummy feito com o MS Excel.

RESUMO DOS RESULTADOS

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,026044943
R-Quadrado	0,000678339
R-quadrado ajustado	-0,016551345
Erro padrão	4,533715856
Observações	60

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	1	0,809241442	0,809241442	0,039370372	0,84341058
Resíduo	58	1192,165609	20,55457946		
Total	59	1192,97485			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores
Interseção	4,987568251	0,827739481	6,025529003	0,000001	3,330667672	6,64446883
DUMMY	-0,232270165	1,1706004	-0,198419687	0,84341058	-2,575481434	2,110941105