

Estudo da Governança Corporativa no Brasil Através de Uma Análise Comparativa do IGC e do IBOVESPA no Período de 2002 a 2005

Benjamim de Souza Siqueira
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro
Programa de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia de Negócios - PPGEN
BR 465 Km 7 – Cep: 23890-000 – Seropédica – RJ – Brasil
benjaminsiqueira@imagelink.com.br

Marcelo Alvaro da Silva Macedo
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro
Programa de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia de Negócios - PPGEN
BR 465 Km 7 – Cep: 23890-000 – Seropédica – RJ – Brasil
alvaro@ufrj.br

Resumo

Este trabalho foi realizado tendo como objetivo analisar os impactos da adoção das “boas práticas” de governança corporativa no Brasil no período de 2002-2005 através da análise dos fechamentos diário do IGC em relação ao Ibovespa e a influência dos fatores macroeconômicos (Risco-Brasil, taxa Selic e dólar norte-americano). Busca-se verificar se as empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado da Bovespa apresentaram uma valorização superior, comprovada estatisticamente. Além disso, busca-se analisar se a governança pode trazer alguma redução do risco (variabilidade) em relação a alguns fatores de mercado. No estudo do impacto da governança utilizaram-se análises estatísticas de regressão linear, correlação e determinação do coeficiente β de risco. Os resultados mostram que os impactos da governança podem trazer vantagem de retorno, mas não apresentam ainda reflexos relevantes em termos de redução de risco. Na conclusão, evidenciou-se que a governança corporativa é um importante passo para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, pois é fundamental a criação de um ambiente institucional favorável os investimentos em ações, entretanto o Brasil ainda precisa melhorar muito em algumas questões para criar um ambiente propício ao desenvolvimento sustentável.

Palavras-chave: Governança Corporativa; IGC; Níveis de Governança.

Abstract

This work has the objective to analyze the impacts of the corporate governance best practices in Brazil in the 2002-2005 period, through the analysis of the daily closings of the IGC in relation to the Ibovespa and influence of the macroeconomic factors (Brazil-Risk, Selic rate and North American dollar). It was aimed to verify if the companies who opted for the Differentiated Levels and for the New Market of the São Paulo Stock Exchange presented a superior valuation, statistically proven. Moreover, it was intended to analyze if corporate governance can bring some risk reduction in relation to some market factors. In the study of the governance impact was used linear regression statistical analyses, correlation analyses and the determination of the β risk coefficient. The results show that corporate governance impacts can bring return advantage, but still do not present relevant outcomes in terms of risk reduction. In the conclusion, it was proven that the corporate governance is an important step for the development of the stock market in Brazil.

Key Words: Corpotative Governance, IGC, Governance Levels.

1. Introdução

Com a globalização, os investidores internacionais passaram a buscar oportunidades de investimentos nos países emergentes. Esse capital procura novos campos para produzir “valor” para os seus proprietários e isto tem influenciado uma mudança estrutural em todas as partes do mundo. Criar um ambiente favorável à recepção desses investimentos passou a ser um diferencial para atrair esses investidores.

No Brasil, houve um aumento expressivo do fluxo de capitais e este fato impôs alterações em nossa legislação para manter nosso mercado atrativo aos investidores estrangeiros, pois estes exigem maior transparência na regulação do mercado, bem como nas empresas, procedimentos administrativos que garantam aos minoritários direitos básicos e regras claras para o acesso e saída dos acionistas.

Ao captar recursos, as empresas precisam divulgar informações cada vez mais esclarecedoras para seus acionistas. Os acionistas querem seus direitos assegurados e ampliados. O investidor torna-se mais participativo do controle da empresa e a figura clássica do “dono da empresa” está definitivamente fora da realidade atual.

O ingresso da capital estrangeiro no mercado acionário brasileiro, busca empresas que estiverem adotando as boas práticas do Governança Corporativa. Para as empresas que estão captando recursos externos, o investidor exige um comportamento totalmente transparente nas informações prestadas pela empresa. O aprimoramento do aparato legal da governança corporativa têm importância fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Nos últimos anos, tivemos importantes alterações na Lei das S/A, a instituição dos níveis (I, II e Novo Mercado) de mercado pela Bovespa e a nova lei de falências.

Em dezembro de 2000, a BOVESPA (Bolsa de valores de São Paulo) implantou os níveis I e II de Governança Corporativa e o Novo Mercado, com o objetivo de fortalecer os mercados acionários, buscando proteger o acionista minoritário e agilizar os litígios que envolvem o acionista e a empresa. Estes são segmentos de listagem destinados à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa e *disclosure* (transparência e qualidade na prestação de contas) adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (BOVESPA, 2005).

Segundo a BOVESPA (2005), o fato das empresas entrarem para as listagens de níveis diferenciados de Governança Corporativa ou para o Novo Mercado trará benefícios a si mesmos, aos investidores, ao mercado acionário e ao Brasil. Essas empresas melhoram a sua imagem institucional, aumentam a demanda por suas ações, valorizando-as, e reduzem os seus custos de capital.

Em 2001, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas foi um ponto fundamental para que o mercado de capitais desenvolvesse as políticas de “boas práticas”. Esta foi a inspiração para a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) desenvolver uma cartilha com o objetivo de orientar as questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

Em julho de 2001, a BOVESPA começa a divulgar o IGC – Índice de ações – com Governança Corporativa diferenciada, cujo objetivo é medir o desempenho de carteiras compostas por ações de empresas que estão listadas nos Níveis Diferenciados ou no Novo Mercado (BOVESPA, 2005).

Em outubro de 2001, foi promulgada a Lei 10.303 cujo objetivo era tornar o mercado de capitais acessível ao pequeno investidor e assim diminuir a concentração acionária. Esta lei buscava alterações legais que proporcionavam aos acionistas minoritários uma redução de riscos de investimentos e uma efetiva participação no controle da companhia. As mudanças

implementadas por este lei associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores (BOVESPA, CVM, BACEN) representam um marco fundamental no avanço da governança no Brasil e no mercado de capitais.

Neste contexto, a Governança Corporativa se apresenta, então, como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos (acionistas, fornecedores, gestores, clientes, funcionário e outros) com a empresa. As “boas práticas” se relacionam com a minimização da assimetria de informação entre a empresa e os acionistas, credores, fornecedores e funcionários. Com o aumento da transparência proposta pela governança, a empresa deverá reduzir os custos de capitais em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estarão dispostos a investir (IBGC, 2005).

O objetivo dessa dissertação é investigar o impacto da governança corporativa no Brasil, através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVESPA no período de 2002-2005. Para tanto tem-se os seguintes objetivos específicos:

- Verificar o aumento da valorização das ações listadas nos níveis diferenciados e no Novo Mercado através do IGC (Índice de governança Corporativa) em relação ao IBOVESPA (Índice da Bolsa de Valores de São Paulo);
- Detectar a influência dos fatores macroeconômicos (câmbio, risco-país e taxas de juros) no desempenho dos indicadores da bolsa de valores e se a adoção das boas práticas pode neutralizar a influência desses indicadores.

2. Governança Corporativa: evidências empíricas

Nos diversos estudos sobre o tema constatamos análises sobre o comportamento do IGC comparativamente com os outros índices da bolsa de valores (retornos das ações), pesquisas sobre a intenção dos investidores em relação a empresas que adotam as boas práticas, o impacto dos fatores macroeconômicos no desenvolvimento do mercado de capitais, a proteção aos acionistas minoritários, os conflitos de interesse, o *disclosure* e o *enforcement legal*, dentre outros. Esses estudos buscam comprovar a eficácia na adoção das boas práticas para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e em outros países.

Gudis (2004) afirma que por causa da estrutura familiar e estatal, os controladores possuem uma participação maior no capital votante do que o necessário para controlar a empresa. A concentração de autoridade minimiza o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os administradores, mas pode aumentar os conflitos entre os controladores e os acionistas minoritários.

La Porta et al. (1998) realizaram uma pesquisa que analisou a amostra de 49 países, entre eles o Brasil, e concluiu que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Observou-se que nos países onde há uma melhor proteção legal tendem apresentar uma maior dispersão da propriedade das empresas. Em outro estudo, comprovou-se que os países que possuem ineficientes mecanismos de proteção legal aos acionistas possuem um grande número de empresas sob controle familiar e estatal (LA PORTA et al., 1999).

De Paula (2003) define o conflito de interesses denominado expropriação como o excessivo poder dos acionistas majoritários nas companhias. Esse conflito ocorre em razão da fraca legislação de proteção aos minoritários e da concentrada estrutura patrimonial.

O conflito de interesses é um dos temas centrais da governança corporativa. Estudos realizados por La Porta et al. (1998), Saito (2001) e Procianny (1996) mostram a possibilidade da expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, principalmente em ambientes legais que proporcionam um menor grau de proteção aos mesmos. No Brasil, a legislação possibilita a emissão de ações com direitos diferenciados em relação ao voto. Segundo Procianny (2001),

este fato possibilita a captação de recursos através da emissão de ações sem a correspondente diluição do poder de voto na empresa o que tem sido explorado em nosso mercado.

Em relação à proteção dos acionistas minoritários, La Porta et al. (1998) encontram relações entre o nível de proteção proporcionado pelo sistema legal e medidas de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, verificando então que tanto a regulamentação legal quanto a capacidade de se fazer cumprir a legislação são essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Brandão e Bernardes (2004) apresentaram os resultados de uma pesquisa que investigou, sob a perspectiva de 24 entrevistados, egressos do ambiente corporativo e do mercado de capitais brasileiro, os principais limites potenciais de influência dos acionistas minoritários sobre o sistema de decisões estratégicas das empresas com ações negociadas na Bovespa. Em suas conclusões apresentaram uma proposta de representação de projeto organizacional que contempla a governança corporativa nos seguintes pontos:

- Constatação que as boas práticas são uma questão de coordenação econômica;
- A importância das regras do jogo (formais e informais);
- O abrandamento do conflito de agência entre todos os agentes da governança;
- Adoção de políticas de governança que sejam explícitas, práticas e esparsas com o intuito de reduzir os conflitos e melhorar a percepção dos investidores;

Vieira e Correa (2002) perceberam em sua pesquisa que na visão dos investidores externos, o mercado de capitais brasileiro apresenta as seguintes deficiências:

- Baixo disclosure (transparência e qualidade na prestação de contas).
- Limitada proteção aos acionistas minoritários.
- Conselho de administração pouco independente.

Além do desenvolvimento de regras e instrumentos, o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente relacionado à adequação do seu sistema legal e ao bom funcionamento do sistema judiciário (*enforcement*). A qualidade do *enforcement* depende de um conjunto de fatores: existência de mecanismos, procedimentos legais, qualidade do judiciário em relação à morosidade, custos processuais, independência da justiça e certeza em relação às sentenças (ausência de ambigüidade), entre outros aspectos.

Lopes-de-Silanes (2003) destaca que o *enforcement* legal depende crucialmente de dois pilares: das características e poder do sistema judiciário e da eficiência das cortes. A efetividade do sistema judiciário está relacionada à sua independência do poder executivo e ao grau de especificidade, visto que judiciário independente do executivo provavelmente será mais resistente às pressões políticas.

La Porta et al. (1997) verificou que há uma forte evidência que o ambiente legal, descrito como origem legal e a qualidade do *enforcement*, são fatores determinantes para o tamanho e amplitude do mercado de capitais. Berglof e Claessens (2004) afirmam que haverá problemas de governança corporativa em países com *enforcement* fraco que resultará na fragilidade dos mercados financeiros, baixo financiamento externo das empresas, baixo valor das firmas, elevados custos de capital dentre outros pontos.

A preocupação com a implantação de boas práticas de governança e a melhoria dos mecanismos de *enforcement* são fundamentais para os países emergentes como forma de facilitar o acesso ao financiamento externo pelas empresas e possibilitar o desenvolvimento sustentável.

No Brasil foram realizados alguns estudos que busca verificar a relevância da qualidade do sistema legal e do *enforcement* sobre o sistema de crédito. Segundo Pinheiro (2003) as múltiplas interpretações das leis e as incertezas na resolução dos processos, inerentes ao sistema judicial do Brasil, aumentam a insegurança e o risco na elaboração dos contratos, levando a maiores custos e desestímulo à atividade econômica. Num outro

contexto, Cicogna, Valle & Toneto Jr. (2004) afirma que a ineficiência do judiciário brasileiro tem um impacto negativo no volume de crédito concedido às empresas brasileiras, pois, para os agentes financeiros, as garantias reais oferecidas dependem da prontidão com que podem apossar-se delas, o que, por sua vez, está ligado à eficiência do judiciário.

Monks e Minow (1998) afirmam que as corporações precisam de capital para conquistar novos mercados e para se manterem nele enquanto os investidores estão inclinados e aplicar seu capital depois de feitas uma série de ressalvas ao escolher onde e quando aplicá-lo. Nesse sentido, sumarizaram aspectos que auxiliam o estabelecimento da confiança ao investidor:

- Um sistema regulatório eficaz, capaz de minimizar as chances do capital investido seja desperdiçado ou perdido, principalmente se os investidores são acionistas minoritários;
- Um conselho de diretores que realmente proteja os interesses dos acionistas;
- Uma contabilidade apropriada que dê uma visão real do desempenho da empresa;
- Um processo de votação justo, que permita a consulta dos investidores antes que seja tomada alguma decisão importante na empresa;
- Relatórios que ofereçam uma visão real do futuro da empresa;
- Liberdade para vender a suas ações pelo maior preço oferecido;

Ainda segundos os autores, esses procedimentos de governança corporativa são mecanismos que dão maior segurança ao investidor e aumentam o valor da firma. Os instrumentos oferecidos pelo Governança Corporativa são utilizados, particularmente, por investidores que acompanham com especial interesse o sistema de compensação e incentivos implementados pela administração.

Nelson (1999) encontrou evidências sobre a existência de uma relação entre a adoção de boas práticas de governança e a performance da empresa. Após análise de uma amostra 1.721 empresas americanas comprovaram a existência de indicativos de correlação entre essas duas variáveis.

Almeida, Almeida e Ness Jr. (2002) investigaram a adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas do setor de telecomunicações brasileiro. Nesta pesquisa de campo coletaram os dados através de questionário nas empresas que possuem ações negociadas na BOVESPA durante o primeiro semestre de 2001. Os dados coletados foram analisados de forma qualitativa e encontram alguma relevância na adoção de boas práticas no setor de telecomunicações.

Comerlato, Terra e Braga (2002) realizaram um estudo sobre a adesão ao Novo Mercado através do estudo de eventos e verificaram que houve uma reação positiva no mercado de capitais nacional à adesão de empresas de capital aberto ao Nível 1 de governança corporativa. Concluíram que a reação do mercado de ações à adesão formal de uma amostra de 10 empresas ao Nível 1 foi em média estatisticamente insignificante.

Coutinho, Oliveira e Da Motta (2003) discutiram a governança corporativa no Brasil e fizeram uma análise comparativa da rentabilidade do IGC, IBOVESPA e IBX. Concluíram que o IGC não apresentou rentabilidade estatisticamente superior aos outros dois índices.

Em discordância com a análise anterior, Andrade e Rossetti (2004) apresentaram séries históricas no período de dez/2001 a dez/2003, onde concluem que a migração para os níveis diferenciados do governança da Bovespa teve um impacto significativamente positivo sobre a valorização das ações. Neste estudo, a valorização das ações medida pelo IBOVESPA foi de 64% contra 83% do IGC.

Aguiar, Batistella e Corrar (2004) realizaram um estudo comparando as observações anteriores à adesão do Nível 1 de governança com as posteriores, concluíram que não houve mudanças significativas com a migração para um Nível Diferenciado. De acordo com o

estudo, não houve mudanças na quantidade, no volume médio e preço médio das ações negociadas. Em outro estudo, Batistella et al. (2004) utilizaram a metodologia de estudo de eventos verificaram que as empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados da Bovespa, não apresentaram retornos anormais positivos superiores aos retornos anormais negativos nos preços das ações. Isto significa a não ocorrência de uma valorização das companhias que adotaram a boa governança.

Lima e Terra (2004) estudaram a reação dos investidores em relação às informações financeiras. Eles mostraram que a adesão aos Níveis Diferenciados da Bovespa não apresentou uma reação diferenciada e significativa por parte do mercado de capitais.

Analisando a exposição do IGC frente aos fatores macroeconômicos, Rogers, Ribeiro e Souza (2005b) mostraram que o IGC não foi menos sensível e mais estável que o IBOVESPA em relação aos fatores macroeconômicos. Concluíram os autores que a adesão ao Novo Mercado da Bovespa não reduziu a valorização das ações a fatores macroeconômicos. Em contraponto, Carvalho (2003) encontrou evidências empíricas positivas em relação à exposição das ações que migraram para os Níveis Diferenciados da Bovespa em relação aos fatores macroeconômicos. Vale ressaltar que o autor apresentou significância em apenas uma das análises.

Soares e Soares (2004) investigaram a influência do aumento do nível de proteção aos minoritários, decorrentes da Nova Lei das S. A. e da migração das companhias para os níveis diferenciados da Bovespa, no prêmio das ações ordinárias em relação às preferenciais (prêmio pelo voto). Este estudo busca verificar a existência de alterações quanto à liquidez e ao prêmio pelo voto das ações ordinárias negociadas no mercado acionário. Foram realizados testes de diferenças de médias e uma análise de dados em grupos. Em relação aos resultados, observou-se que o aumento na proteção aos minoritários influenciou o prêmio de voto.

Cicogna, Valle & Toneto Jr. (2001) pesquisaram se a adesão das empresas a melhores práticas de governança corporativa, com a ampliação da divulgação das informações e dos compromissos com os financiadores, contribui para maior alavancagem de recursos e para o alongamento do prazo do passivo. A pesquisa analisou o desempenho das empresas que aderiram a padrões diferenciados de governança da Bovespa comparativamente às empresas que continuam fazendo parte do mercado tradicional de negociação, em relação a quatro variáveis: Dívida Bruta/Patrimônio Líquido, Passivo Exigível/Passivo Circulante, Passivo Circulante/Patrimônio Líquido e Exigível a Longo prazo/Patrimônio Líquido. O resultado dos testes mostrou que, controlando-se pelo tamanho das empresas, aquelas que aderiram a níveis superiores de governança ampliaram o seu acesso a dívida junto ao sistema financeiro, sinalizando uma melhoria na captação de recursos, e conseguiram taxas de juros menores e o alongamento do prazo dos financiamentos.

Mendes-da-Silva & Magalhães Neto (2004) realizaram uma pesquisa que objetivou investigar, empiricamente, se a estrutura de governança é diferente entre firmas focadas e diversificadas e ainda, se as diferenças na governança corporativa estão associadas com alguma perda de valor da firma a partir da diversificação. O estudo consiste em um *cross section* que compreendeu o período de 1997 a 2001 com os dados de 176 empresas de capital aberto listadas na Bovespa. Na conclusão, a análise multivariada revela que o tamanho do Conselho de Administração assim como a participação dos executivos nos lucros da empresa, estão positivamente associados à diversificação da empresa.

Com os resultados obtidos nos diversos estudos, podemos evidenciar que o mercado de capitais vem precificando melhor as companhias que adotam as boas práticas de governança corporativa – transparência, equidade e prestação de contas – que aliadas ao cumprimento das leis, da ética e responsabilidade social proporcionam valores atrativos o suficiente para cada vez mais impulsionar o compartilhamento do poder e do controle nas organizações.

Neste estudo realizou-se um estudo do comportamento comparativo entre o IGC e IBOVESPA com o objetivo de verificar o impacto da governança no Brasil no período de 2002 a 2005. Busca-se verificar se as empresas que optaram pelos Níveis Diferenciados e o Novo Mercado da Bovespa apresentaram uma valorização superior, comprovado estatisticamente. Além disso, busca-se analisar se a governança pode trazer alguma redução do risco (variabilidade) em relação a alguns fatores de mercado.

3. Metodologia do Estudo

Os dados utilizados para a realização desta pesquisa são descritos a seguir, bem como os procedimentos utilizados e suas respectivas fontes:

- IBOVESPA – Valor diário de fechamento do índice Bovespa, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site da BOVESPA;
- IGC - Valor diário de fechamento do índice IGC, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site da BOVESPA.
- Risco Brasil – Valor do spread do Risco Brasil, em termos percentuais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do PORTAL BRASIL.
- Taxa SELIC – Fator mensal da taxa Selic, em termos percentuais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do BANCO CENTRAL DO BRASIL.
- Dólar Norte-Americano – Cotação diária de fechamento do dólar norte-americano, em reais, no período de 01.01.2002 a 30.06.2005. Esses valores foram coletados no site do PORTAL BRASIL.

Na análise de dados, utilizam-se as técnicas de análise de variância, regressão e correlação. Na regressão busca-se uma função que melhor represente a relação entre as variáveis IGC e IBOVESPA e assim, comprovar a valorização acionária das empresas que adotam as boas práticas em relação companhias não listadas nos Níveis Diferenciados e no Novo Mercado. Na correlação devemos medir a relação entre as variáveis IGC, IBOVESPA, Risco Brasil, Taxa SELIC e Dólar Norte-Americano, buscando entender quanto da variação das variáveis (IGC e IBOVESPA) dependentes pode ser explicada pela variação das variáveis (Risco, Selic e Dólar) independentes.

A Análise de Regressão Linear é utilizada para determinar uma reta ajustada às cotações do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005 com objetivo verificar a incidência de rentabilidade superior entre as empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa.

A Análise de Observações Emparelhadas é utilizada para comparar as rentabilidade diárias do IGC e IBOVESPA que objetiva verificar a incidência de retornos anormais positivos em relação aos negativos e comprovar que a diferença de rentabilidade entre o IGC e IBOVESPA é mérito da adoção das boas práticas de governança corporativa.

A análise de correlação é utilizada para verificar a existência de algum relacionamento do IGC e IBOVESPA em relação aos fatores macroeconômicos (taxa Selic, Câmbio, Risco - Brasil) no período de 2002-2005.

A técnica de calculo do coeficiente beta é utilizada para verificar o impacto dos fatores macroeconômicos (taxa Selic, Câmbio, Risco - Brasil) nos retornos diários do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005.

4. Análise dos Resultados

Na adoção das boas práticas, a empresa avança para um estágio superior de governança e melhora a qualidade das informações prestadas pela companhia, bem como estabelece certo grau de segurança para os acionistas, principalmente para os minoritários. Ao estabelecer os Níveis Diferenciados e o Novo Mercado, a BOVESPA pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis possibilitam a criação de valor através da valorização das ações.

O IGC – Índice de Governança Corporativa mensura o desempenho de uma carteira teórica composta por ações das empresas que apresentam Níveis de Governança Corporativa (Nível I, Nível II e Novo Mercado). Somente as empresas que voluntariamente optam por esses estágios compõem este indicador.

O IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo - mensura o desempenho de uma carteira teórica composta por ações das principais empresas e por isto, é o principal referencial do mercado acionário nacional.

Primeiramente, analisa-se a série de fechamentos diários do IGC e IBOVESPA no período de 2002-2005 com o objetivo de observar e comparar a sua rentabilidade e a criação de valor.

Quando observamos os retornos semestrais (variação dos índices) o IGC evidencia retornos superiores em relação ao IBOVESPA em todos os períodos. Esses resultados demonstram uma clara tendência de que as empresas com práticas de governança corporativa tendem a apresentar uma melhor rentabilidade em relação às empresas que não optaram em se adequar a tais critérios.

Neste período, podemos observar, através de uma análise estatística descritiva, que o IGC tem uma distribuição mais dispersa que o IBOVESPA e há certa proximidade entre os valores mínimo, modal, mediana e uma grande discrepância nos outros dados. Isto significa que nos momentos críticos ambos os índices são afetados pelas as mesmas variáveis, mas quando temos certa estabilização econômica, o IGC tem um acentuado desempenho em relação ao IBOVESPA.

Com relação às medidas de dispersão, observamos as seguintes informações:

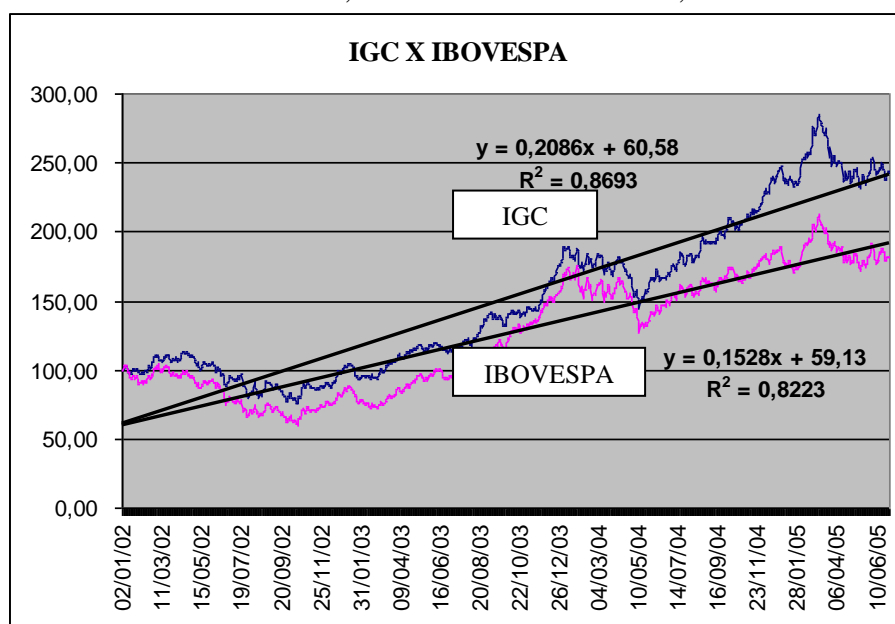
- Com relação ao coeficiente de variação, ambos os índices possuem uma grande dispersão dos dados. Mas o IGC é mais disperso porque possui 37% de coeficiente contra 33% do IBOVESPA;
- Com relação à assimetria, ambos os índices apresentam uma distribuição assimétrica positiva ($AS > 0$), sendo o IBOVESPA mais assimétrico;
- Com relação à curtose, ambos os índices apresentam uma distribuição platícúrtica ($K < 0,263$), mas o IGC apresenta uma distribuição mais achatada por causa da dispersão dos dados.

Com relação ao erro padrão, o IGC apresenta um número ligeiramente superior ao IBOVESPA, 20,318 contra 17,836, o que denota uma maior dispersão nos dados o que reduz as estimativas em relação ao IBOVESPA. Vale ressaltar que a dispersão dos dados foi comprovada pelo coeficiente de variação.

Para o comparativo dos índices, a regressão foi realizada com base na conversão (02/01/2002 = 100) dos fechamentos diários dos índices como variáveis dependentes. Observamos que ambos os índices possuem um coeficiente de correlação e de determinação significantes, mas os coeficientes do IGC são superiores ao do IBOVESPA que demonstra uma melhor explicação das variáveis independentes através do modelo. O coeficiente angular das retas de regressão do IGC e IBOVESPA mostra um valor positivo o que significa que as ações foram rentáveis no período e possibilitaram a criação de valor para ambos os índices. Os resultados indicam que ambas as retas têm consistência na explicação do modelo, mas o IGC é mais consistente.

No gráfico I, se confronta a evolução dos índices do IGC e IBOVESPA. Observa-se uma forte correlação entre os índices e a diferença entre as curvas decorrem do coeficiente angular da reta do IGC ser superior ao IBOVESPA, o que comprova um retorno superior e a criação de valor.

Gráfico I – Fechamentos diários, convertidos em base 100, do IGC e IBOVESPA.



Com base nos resultados até aqui, procedeu-se uma análise de observações emparelhadas, com o objetivo de comprovar a significância dos retornos diários desses índices, bem como a sua criação de valor.

Com relação aos retornos diários, uma análise preliminar evidencia retornos positivos do IGC em relação ao IBOVESPA durante todo o período de 2002-2005. Desta forma, tem-se a hipótese que o IGC apresenta retornos positivos em relação ao IBOVESPA e assim, objetiva-se comprovar este fato a um nível de significância de 5%.

No teste de hipótese, tem-se o seguinte quadro:

$$H_0 : \mu_{Igc} = \mu_{Ibovespa}$$

$$H_1 : \mu_{Igc} > \mu_{Ibovespa}$$

No teste estatístico, os retornos diários do IGC e IBOVESPA serão tratados como variáveis emparelhadas, com distribuição t de *Student* e região crítica [RC(5%)] igual a 1,960.

O valor T = 1,040402 é encontrado para os dados, e assim aceita-se H_0 . Ou seja, neste nível de significância não há comprovação estatística que evidencie os retornos superiores do IGC em relação ao IBOVESPA.

Com relação à criação de valor, criou-se um título lastreado com a carteira do IGC e do IBOVESPA. Neste caso, os retornos diários são acumulados diariamente e tem-se a

hipótese que o título lastreado pelo IGC apresentará um valor acumulado superior em relação ao título lastreado pelo IBOVESPA a um nível de significância de 5%.

No teste de hipótese, tem-se o seguinte quadro:

$$H_0 : \mu_{IGC} = \mu_{Ibovespa}$$

$$H_1 : \mu_{IGC} > \mu_{Ibovespa}$$

No teste estatístico, os papéis do IGC e IBOVESPA serão tratados como variáveis emparelhadas com distribuição t de *Student* e região crítica [RC(5%)] igual a 1,960.

O valor T = 43,0374 é encontrado para os dados, e assim rejeita-se H_0 . Ou seja, neste nível de significância há comprovação estatística que evidencie a criação de valor de um título lastreado pelo IGC em relação ao IBOVESPA.

Numa análise de risco complementar, procurou-se observar se, em relação a uma série de indicadores mercado, o IGC e o IBOVESPA tinham sensibilidade diferentes. Num primeiro momento, observou-se as correlações entre os seguintes indicadores: IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Risco Brasil e Câmbio.

O IGC apresenta uma elevada correlação com o IBOVESPA (0,9749). Isso se explica pelo fato de grande parte dos ativos de uma carteira também fazerem parte do outro índice. Com relação ao câmbio, o coeficiente de correlação negativa evidencia o valor de -0,4375. Nota-se a forte correlação negativa com o Risco Brasil que é de -0,7650. Se considerar a taxa SELIC, o coeficiente é de -0,4189, que é a menor correlação do IGC.

Em relação ao IBOVESPA, todos os coeficientes apresentam uma maior intensidade que o IGC e os valores -0,4607, -0,8236 e -0,5251 respectivamente apresentam as correlações com o câmbio, Risco Brasil e taxa Selic.

Observa-se que todos os indicadores econômicos apresentam uma correlação negativa de média para alta com os índices do mercado acionário. Quando temos um aumento desses indicadores, os índices do mercado acionário geralmente diminuem.

Comparando os resultados obtidos na análise de correlação, podemos evidenciar os seguintes aspectos:

- Existe uma elevada correlação negativa entre o Risco Brasil e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.
- Existe uma média correlação negativa entre o câmbio e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.
- Existe uma média correlação negativa entre a taxa SELIC e os índices do mercado acionário, sendo mais intenso com o IBOVESPA.

Observa-se, também, que a correlação existente entre o IGC e IBOVESPA em relação ao Risco Brasil, Taxa SELIC e Câmbio, no período de janeiro de 2002 a junho de 2005 demonstra que os riscos da economia brasileira estão correlacionados negativamente com o mercado de ações. Conclui-se que o desenvolvimento do mercado de capitais possui uma relação proporcional à estabilidade econômica.

Neste tópico apresenta-se a exposição ao risco do IGC e IBOVESPA em relação ao Risco-Brasil, Taxa Selic e Dólar Norte-americano. Assim objetiva-se determinar a influência desses indicadores macroeconômicos na determinação dos retornos do IGC e IBOVESPA.

TABELA 1 – MATRIZ DO COEFICIENTE β DE RISCO DO IGC E IBOVESPA

	IGC	IBOVESPA
Dólar Norte-americano	1,471	1,489
Risco- Brasil	1,218	1,276
Taxa Selic	1,026	1,034

Na tabela 1, observa-se que o IGC e IBOVESPA possuem um coeficiente β com um grau muito próximo o que denota uma “reação” similar ao comportamento desses fatores macroeconômicos.

Na apuração dos resultados evidencia-se que:

- Todos os fatores macroeconômicos apresentam uma relação proporcional ao grau de risco do ativo em relação ao IGC e IBOVESPA.
- O dólar reage aproximadamente 1,5 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativa em relação ao IBOVESPA.
- O risco-país reage aproximadamente 1,2 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativo em relação ao IBOVESPA.
- A taxa Selic reage aproximadamente 1,0 vezes em relação ao IGC e IBOVESPA, sendo mais reativa em relação ao IBOVESPA.

Neste tópico, observa-se uma maior exposição do IBOVESPA em relação ao risco do que o IGC. Evidencia a criação uma “pequena” proteção em relação ao comportamento desses fatores o que não foi possível comprovar no estudo de correlação. Mas a efetiva dissociação depende das melhorias dos fatores macroeconômicos como a criação do ambiente favorável ao desenvolvimento econômico.

5. Conclusões e Considerações Finais

Foi observado que os estudos de governança corporativa têm procurado verificar os efeitos das boas práticas sobre as empresas através dos retornos acima da média do mercado e da redução do custo de capital (risco).

Para incrementar o mercado acionário, o Brasil implementou medidas que favoreçam o seu desenvolvimento, tais como a lei de falências e a nova lei das Sociedades Anônimas. A Bovespa criou os Níveis Diferenciados e o Novo Mercado onde as empresas optam espontaneamente pelas práticas de governança corporativa (Assimetria de informações, proteção aos minoritários, transparência e equidade). O IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - cria o manual de boas práticas que é uma referência literária sobre o tema no mercado. A CVM cria uma cartilha que aborda os principais aspectos na adoção da governança corporativa. Essas iniciativas são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Mas a economia brasileira ainda possui certa vulnerabilidade externa e institucional. O país precisa ter regras estáveis que propiciem ao investidor a tranquilidade necessária ao investimento a longo prazo. Em relação às contas externas, o Brasil necessita ampliar os seus mercados e manter os superávits na balança comercial para reduzir a sua dependência externa. Internamente, precisamos criar mecanismos que possibilitem a redução da taxa de juros e da carga tributária sem comprometer o aperto monetário e o equilíbrio das contas públicas.

A governança corporativa é uma prática importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas a vulnerabilidade externa, a mudança de regras e as crises políticas produzem distorções que impedem o seu pleno desenvolvimento e nos coloca a mercê dos capitais especulativos.

No tópico de estudo comparativo entre o IGC x IBOVESPA, as empresas que adotam as boas práticas apresentam uma evidência extremamente positiva em relação às outras. Isto significa que mercado tem certa disposição a pagar um “prêmio” sobre o preço dessas ações que está relacionado ao menor risco associado que essas empresas apresentam. A redução do risco é proporcionada pela diminuição da assimetria de informação entre a empresa e os agentes envolvidos.

Na análise de correlação entre o IGC, IBOVESPA, Câmbio, Taxa Selic e Risco Brasil é mostrada a complexidade da situação econômica brasileira e o seu impacto no desenvolvimento no mercado de capitais. Como os índices do mercado acionário sofrem uma considerável influência desses indicadores econômicos, as expectativas dos investidores externos e a concorrência dos títulos públicos (renda fixa) são variáveis que afetam o desenvolvimento do mercado acionário apesar da adoção da governança corporativa.

Na análise de risco entre o IGC, IBOVESPA, Taxa Selic, Dólar norte-americano e Risco - Brasil observaram-se a proporcionalidade de grau e uma reação extremamente aproximada do IGC e IBOVESPA em relação a todos os fatores com uma maior exposição ao grau de risco para o IBOVESPA o que mostra uma pequena capacidade da governança corporativa em reduzir os riscos externos e a exposição aos fatores macroeconômicos num mercado emergente e com sérias distorções econômicas (carga tributária, mudança de regras, juros altos e vulnerabilidade externa).

A governança corporativa no Brasil, ainda não foi capaz de criar uma “proteção” para as empresas e agentes que optam pelas “boas práticas”. O IGC foi influenciado em menor intensidade do IBOVESPA por todos os fatores apresentados neste estudo, mas com uma diferença mínima o que podemos observar nos números nos estudos de correlação e de análise do coeficiente beta.

Apesar disso, o primeiro fundamento positivo da governança encontra-se na rentabilidade positiva que o IGC apresentou em relação ao IBOVESPA no período que foi evidenciado através da análise regressão linear e dos testes estatísticos de diferença de médias.

Na análise das observações emparelhadas encontraram-se dois resultados distintos em relação aos retornos diários e à criação de valor (acúmulo dos retornos). Com relação aos retornos diários, o experimento não possibilitou a comprovação estatística dos retornos superiores do IGC em relação ao IBOVESPA. Com relação à criação de valor, o experimento comprovou que um papel lastreado pelo IGC apresentará um valor superior ao IBOVESPA. Desta forma, a governança cria condições (retorno e valor) de atratividade para os investidores em relação ao mercado acionário.

Analisando as carteiras teóricas do IGC e do IBOVESPA, observou-se que algumas empresas compõem as duas carteiras, tais como: Bradesco, Brasil Telecom, Braskem, CELESC, CEMIG, Eletropaulo, Gerdau, Banco Itaú, Klabin, Net, SABESP, Unibanco, Votorantim e Vale do Rio Doce. Essas empresas representam em média 33% do IBOVESPA e 64% do IGC o que evidencia uma grande interatividade entre esses índices.

Por fim, a regulamentação das boas práticas tem avançado consideravelmente no Brasil, principalmente por causa da BOVESPA, IBGC e CVM. As empresas que adotam a governança corporativa têm apresentado um retorno positivo em relação ao IBOVESPA o que foi comprovado através da criação de valor. A governança corporativa inibe as manipulações dos grupos controladores e proporciona aos investidores maior credibilidade nos resultados da companhia. Este cenário motiva os acionistas que ficam mais propensos a investir. Mas a governança corporativa é a apenas uma peça importante deste contexto e necessita da melhoria da conjuntura econômica dos pais para impulsionar o nosso mercado de capitais.

6. Referências Bibliográficas

AGUIAR, A. B. BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. Adoção de práticas do governança corporativa e o comportamento das ações na BOVESPA: evidências empíricas. **Revista de Administração da US0P (RAUSP)**. São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out/nov/dez. 2004.

- ALMEIDA, F. G.; ALMEIDA, L. C.; NESS Jr., W. L. A governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro. **Anais do II Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.
- BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGAMANN, D.R.; AGUIAR, A. B. Retornos de ações e governança corporativa: um estudo de eventos. **Anais do IV Congresso de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo FEA/USP, 2004.
- BERGLOF, E.; CLAESSENS, S. Corporate Governance and Enforcement. **World Bank Policy Research Working Papers**, n.º 3409, set. 2004.
- BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**. Regulamento da Listagem do Novo Mercado. Disponível em < www.bovespa.com.br > Acesso em 20/06/2005.
- BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**. Regulamento da Listagem dos níveis 1 e 2 de governança corporativa. Disponível em < www.bovespa.com.br > Acesso em 20/06/2005.
- BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**. Valor diário de fechamento do IBOVESPA e IGC. Disponível em < www.bovespa.com.br > Acesso em 20/06/2005.
- BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. Governança corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas da Corporações. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Curitiba, 2004.
- BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. **Estatística Básica**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1987.
- CARVALHO, Antonio Gledson de. **Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa**. São Paulo: Bovespa Abril/2003. Disponível em <<http://www.novomercadobovespa.com.br>> . Acesso em Novembro de 2005.
- CICOGNA, M. P.; VALLE, M. R. do; TONETO JR.; R. O Impacto da Adesão e Padrões mais elevados de Governança sobre o Financiamento Empresarial. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Curitiba, 2004.
- COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P.R.S.; BRAGA, L.O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico do Nível 1. **Anais da XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA)**, Porto Alegre, 2002.
- COUTINHO, R.B.G.; OLIVEIRA, M.A.C. DA MOTTA, L.F.J. Governança corporativa no Brasil: uma análise comparativa entre as rentabilidades do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), do IBOVESPA, IBX. **Anais da XXXVIII Assembléia do Conselho Latino-Americano das Escolas de Administração (CLADEA)**, Lima, 2003.
- DE PAULA, Germano Mendes. **Governança Corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas**. IE/UFU, Uberlândia, set. 2003.
- GUDIS, J. **Governança Corporativa na empresa familiar**. Disponível < www.imersoes.com.br/artigos/artigos2.html > em 30/08/2004.
- IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Edição revisada, 2004. Disponível em < www.ibgc.com.br > Acesso 30/06/2005
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, o. 11130-1155, Dez. 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. **National Bureau of Economic Research Working Papers**, n.º 5879, jun. 1997.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Maden, v. 54, n. 2, p. 471-518, Abr. 1999.

- LIMA, J.B.N.; TERRA, P.R.S. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais às informações financeiras. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Curitiba, 2004.
- LOPES-DE-SILANES, Florêncio. **A Survey of Securities Laws and Enforcement**. Yale University. 2003.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P. A. O. Existe Alguma Associação entre a Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com Indústrias Brasileiras. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Curitiba, 2004.
- MONKS, R.; MINOW, N. **Corporate Governance**. Massachusetts-USA: Blackwell Publishers, 1998.
- NELSON, J. **Essays on Corporate Governance**. Arizona: Dissertation Submitted to the Faculty of the Committee on Business Administration from the University of Arizona, 1999.
- PINHEIRO, A. **Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados**. Texto para discussão n.º 966. IPEA, Rio de Janeiro: 2003. Disponível em www.ipea.gov.br Acesso em: 29/09/2005.
- PROCIANOY, J. Brazil company partnership models. **International Review of Financial Analysis**, v. 10, p. 307-322. São Paulo: 2001.
- PROCIANOY, J. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, v. 31, n. 2, p. 7-18. São Paulo: 1996.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Brasília, 2005.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A.F. Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: Análise Comparativa do IGC e do Ibovespa. **Anais do XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (ENANPAD)**, Brasília, 2005b.
- STEVENSON, W. J. **Estatística Aplicada à Administração**. São Paulo: Harper & Row, 1981.
- YAMAMOTO, M. M.; ALMEIDA PADRO, J. E. Governança e valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos públicos. **Revista BOVESPA**, São Paulo, n. 88, p. 42-3, out./dez. 2003.