



Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro

SOLANGE PAIVA VIEIRA
ANDRÉ GUSTAVO SALCEDO TEIXEIRA MENDES*

RESUMO Este artigo tem como objetivo analisar os impactos da democratização das sociedades, com a participação mais ativa dos acionistas e a descentralização das decisões com o aumento da autonomia das diretorias, no mercado brasileiro e suas empresas. É feita uma abordagem histórica da evolução da governança corporativa nas empresas brasileiras, seguida por uma análise de alguns impactos que esta pode ter nos retornos das ações e suas volatilidades.

ABSTRACT *This article aims at analyzing the impacts of transforming corporations into more democratic entities through shareholder activism and empowering corporate boards on Brazilian market and its companies. A history of the evolution of corporate governance on Brazilian companies is made, followed by an analysis of the impacts that it may cause on stocks yields and their volatilities.*

* Respectivamente, economista do BNDES, mestre em economia pela FGV, ex-secretária de Previdência Complementar quando do início da implementação de práticas de governança para o setor, em 2000, e engenheiro do BNDES, mestrando em Métodos de Apoio à Decisão na PUC-Rio.

1. Introdução

A vida corporativa no Brasil e no mundo tem passado por inúmeros percalços pautados na falta de transparência, na ausência de participação efetiva dos acionistas nos conselhos das empresas e na construção de acordos de acionistas inadequados às partes, dentre outros fatores.

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.

Crises mundiais como a asiática, em que inúmeros escândalos bancários despontaram na região, e recentemente os casos Enron, World Com e Parmalat ressaltaram a importância de práticas institucionais que enfatizem a transparência, a ética e a segregação de funções nas empresas.

Com a globalização e o forte fluxo de capital externo para o Brasil, tanto direto como indireto, fica evidente a necessidade da adequação de nossa legislação. São demandas iminentes do novo *status quo* maior transparência, tanto regulatória quanto das empresas, regras de gestão que permitam aos minoritários direitos básicos e regras de entrada e saída dos acionistas mais claras.

A reformulação da Lei das S.A., a partir de 2001, foi um importante marco para que o mercado de capitais brasileiro iniciasse os primeiros passos na prática de políticas de boa governança. Durante muito tempo os acionistas brasileiros, institucionais ou não, posicionaram-se fora da gestão da empresa, o que induzia a uma administração pouco transparente e que muitas vezes não objetivava a maximização dos resultados da empresa a longo prazo. Imbuir os acionistas brasileiros do espírito de propriedade que sua ação representa é uma tarefa importante que pode ser fortalecida com boas práticas de governança corporativa.

Falar em governança corporativa significa discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos, a saber, acionistas credores, fornecedores e empregados. A

maior transparência proposta pela governança tenderá a induzir à redução do custo de capital, uma vez que os credores terão maior credibilidade nos dados da empresa e os acionistas estarão dispostos a investir, se acreditarem que o grupo controlador ou gestor não poderá manipular as informações em proveito próprio.

Este artigo traz uma abordagem histórica da questão da governança nas empresas brasileiras e analisa alguns impactos que ela pode ter no retorno das ações e na sua volatilidade. Após esta introdução, a Seção 2 faz um histórico da evolução do mercado de capitais no Brasil e seus principais marcos legais, a Seção 3 mostra alguns impactos da governança corporativa no mercado de ações do Brasil e a Seção 4 apresenta algumas conclusões.

2. Um Breve Histórico da Evolução do Mercado de Capitais no Brasil e seus Principais Marcos Legais

A formação das empresas e seu desenvolvimento no Brasil foram baseados, em grande parte, em uma estrutura familiar. No começo do século passado, as companhias contavam com uma estrutura de capital pouco alavancada e eram em sua maioria administradas por seus proprietários. De acordo com Clemente (2004), “o contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares”.

Com o crescimento das empresas e a expansão dos negócios, surge a necessidade de crédito e de uma estrutura de capital que permita o aumento da escala produtiva. Diante desse novo cenário, as empresas começam um processo de abertura do capital, o número de proprietários aumenta e a necessidade de uma administração profissional fica evidente.

Em dezembro de 1976, com as Leis 6.385 e 6.404, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e estabelecida a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), respectivamente. Pode-se dizer que o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais ocorreu a partir de 1976 com a Lei 6.404, embora em 1940 o Decreto-Lei 2.627 já tratasse do assunto.

Até então, o mercado de capitais no Brasil totalizava 387 empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) e estava estruturado em torno do Estado, o seu principal indutor e agente fomentador. A Lei 6.404

regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes. Embora já previsse questões como publicidade de informações, legalidade, responsabilização, prestação de contas, dentre outros fatores que poderiam estar associados a boas práticas de governança, a lei mostrava-se ambígua em relação a assuntos institucionais e contratuais, inclinando-se a privilegiar questões contratuais, o que denotava uma tendência a seguir os padrões norte-americanos.

Nos Estados Unidos, a quebra da Bolsa de Nova York em 1929 levou ao Securities Act de 1933 e ao Securities Exchange Act de 1934, que deram origem à criação da Securities and Exchange Commission (SEC), órgão equivalente à CVM no Brasil. As fraudes cometidas nos registros de títulos em 1929 e a excessiva liberdade dos contratos privados fizeram com que os Estados Unidos reconsiderassem sua posição excessivamente contratualista. Através da SEC, os americanos reconheceram a importância da regulação sobre as relações contratuais.

No Brasil, durante um longo período o perfil dos investidores foi pautado pelo curto prazo. Frente a outros países emergentes, a alta liquidez fez do Brasil um mercado atrativo para capitais de curto prazo pouco preocupados com questões como dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Adiciona-se, ainda, a evolução histórica de nosso mercado de capitais, calcado inicialmente em uma estrutura familiar e investidores institucionais que se posicionavam fora do controle da empresa.¹

Por outro lado, a profissionalização da gestão das empresas, pressionada por um mercado de capitais cada vez mais competitivo, fazia com que os proprietários ficassem cada vez mais ausentes do dia-a-dia da empresa e passassem a efetivar sua influência nas decisões fundamentalmente através do conselho de administração. Essa evolução enfatizava uma nova questão:

1 *Uma herança clara dessa questão está na Lei 108, de maio de 2001, que regulamentou os fundos de pensão patrocinados por empresas públicas e estabeleceu restrições à participação no controle de empresas, conforme pode ser observado na transcrição a seguir: “Art. 29. As entidades de previdência privada patrocinadas por empresas controladas, direta ou indiretamente, pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, que possuam planos de benefícios definidos com responsabilidade da patrocinadora, não poderão exercer o controle ou participar de acordo de acionistas que tenha por objeto formação de grupo de controle de sociedade anônima, sem prévia e expressa autorização da patrocinadora e do seu respectivo ente controlador. Parágrafo único. O disposto no caput não se aplica às participações acionárias detidas na data de publicação desta Lei Complementar.”*

como conduzir a gestão da empresa de modo a maximizar o interesse dos proprietários? Entre as várias abordagens da governança corporativa, esta pode ser entendida como um problema de agente-principal,² em que é necessário estabelecer mecanismos adequados para que os administradores (agente) conduzam a companhia de forma a atender aos interesses dos seus acionistas (principal).

A governança corporativa pode ser vista aqui como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas. Segundo Pound (2000), “... at its core, corporate governance is not about power but about ensuring that decisions are made effectively.”

No Brasil, os mecanismos de governança têm evoluído fundamentalmente focados na questão da relação entre administradores e acionistas, o que denota uma tendência a seguir o modelo de governança norte-americano,³ em que os primeiros conflitos entre a direção da empresa e seus acionistas datam do início da década de 1980.

A pulverização de capital existente na década de 1980 no mercado norte-americano concentrou o poder na mão do Chief Executive Officer (CEO). Dessa forma, discutir os conceitos de governança era uma questão difícil e que encontrou forte oposição dos gestores da empresa. Esse processo começou a se alterar com o crescimento dos investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, que, preocupados com seus investimentos e retornos, propiciaram a evolução de discussões em torno da idéia de governança, fazendo com que o CEO partilhasse seu poder.

A defesa de princípios de gestão e boa governança, nos Estados Unidos, teve no advogado Robert Monks, nascido em dezembro de 1933, uma liderança importante, pois foi ele um dos principais divulgadores e defensores de regras de governança corporativa nas empresas norte-americanas. Orenstein e Rocha, no prefácio do livro de Rosenberg (2000), descrevem a importância do trabalho realizado por Monks no mercado de capitais norte-americano e

2 De acordo com Fudenberg e Tirole (2000), a teoria de agente-principal pode ser entendida como o problema entre as partes envolvidas em determinado negócio, em decorrência da assimetria de informação existente no processo. Essa teoria busca fundamentalmente criar mecanismos que minimizem as assimetrias presentes.

3 Na Europa, diferentemente dos Estados Unidos, a governança coloca-se como uma questão que deve ser observada não apenas entre acionistas e gestores, mas entre todas as partes presentes no processo interativo de uma empresa, a saber: clientes, fornecedores, empregados, acionistas e gestores.

avaliam que ele percebeu que a vida corporativa nos Estados Unidos apresentava uma grande distorção, com o destino das companhias sendo traçado por seus executivos ao invés de seus acionistas. Crítico de sua classe, Monks percebeu que, muitas vezes, os executivos estavam interessados em manter seus privilégios ainda que à custa dos resultados financeiros ou sociais das empresas, opondo-se, dessa forma, aos interesses dos acionistas que estão voltados para a maximização de valor das suas ações.

O mercado de capitais cada vez mais ativo e competitivo e o alto grau de alavancagem vivido pelas empresas acentuaram a importância da transparência nas práticas empresariais. A governança corporativa surgiu como um importante mecanismo desse processo, uma vez que a acuidade e a transparência das informações, associadas a uma política de gestão voltada para minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, são o cerne de seu desenvolvimento. Assegurar que os acionistas tenham amplo acesso às informações permite reduzir a assimetria de informação presente nos mercados, diminuir, conseqüentemente, o custo de captação das empresas e garante que os acionistas sejam tratados de maneira equânime e possam tomar suas decisões de investimento de forma adequada à maximização de seus resultados.

Entre 1976 e 1997, o número de empresas negociadas na Bovespa cresceu 41%, os mecanismos de crédito se expandiram e diversificaram e as empresas passaram a apresentar um grau de alavancagem maior. Conforme aponta Miller (2004):

“... entre a sociedade anônima de há trinta anos atrás, concebida basicamente como empresa familiar numa economia estagnada, e a moderna corporação em constante apelo ao crédito público, a diferença não é apenas quantitativa, de aumento de tamanho: é qualitativa. Há muito a S.A. deixou de ser um contrato de efeitos limitados para seus poucos participantes: é uma instituição que concerne a toda a economia do País, ao crédito público, cujo funcionamento tem que estar sob o controle fiscalizador e o comando econômico das autoridades governamentais.”

Em 1997, com o mercado de capitais movimentando na Bovespa cerca de US\$ 198 milhões por dia, a Lei das S.A., segundo Ribeiro Neto e Famá (2001), apresenta alguns de seus dispositivos modificados. A partir de 2001, novas mudanças são introduzidas com a Lei 10.303, agora com o claro objetivo de favorecer a transparência e a dispersão acionária do mercado de capitais, o que estava nitidamente vinculado às novas práticas de governança corporativa que vinham se desenvolvendo no Brasil e no mundo.

Desde 2000, a Bovespa, antecipando-se ao marco legal de 2001, já utilizava critérios que possibilitassem que as empresas fossem classificadas em níveis de acordo com padrões de governança, tendo sido estabelecidos o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado, que refletiam diferentes graus de governança para empresas que aderissem às normas de conduta estabelecidas (ver Anexo 1). A demanda do mercado de capitais por transparência, um tratamento equânime para os acionistas e uma estrutura de conselho adequada eram pontos importantes a serem equacionados em prol do crescimento e da diversificação do sistema financeiro. Crises de credibilidade de registros, impulsionadas por escândalos com empresas norte-americanas e européias, deixavam evidente a necessidade de alterações.

Nos Estados Unidos surge, em julho de 2002, o Sarbanes-Oxley Act, que procurou resgatar a credibilidade do mercado norte-americano abalado por escândalos de fraudes nos balanços da World Com e da Enron. Novamente, observa-se que a liberalidade contratual excessiva poderia acarretar problemas e que a regulação e as práticas de boa governança são fundamentais para que os mercados possam maximizar sua eficiência, especialmente no que se refere à transparência e credibilidade de informações.

No Brasil, a Lei 10.303, promulgada em outubro de 2001, procura com suas alterações propiciar que acionistas minoritários reduzam riscos e maximizem sua participação no controle da empresa. A inspiração principal era fazer com que o mercado de capitais brasileiro diminuísse sua concentração acionária, tornando-o acessível ao pequeno investidor. Portanto, práticas de governança que proporcionassem o tratamento igualitário de acionistas eram fundamentais. Com esse objetivo são implantadas inovações como o *tag-along*,⁴ as novas regras para assento em conselho, o refinamento de questões de custódia, o limite de emissão de ações preferenciais em relação às ordinárias, a utilização da arbitragem como mecanismo para a solução de divergências entre os controladores e os acionistas minoritários, dentre outras.

Kozlowski (2004) enfatiza que as mudanças observadas na Lei das S.A. são ainda modestas no sentido de proporcionar incentivos aos minoritários. Esse ponto de vista fica mais claro ainda ao citar Salomão Filho: “Não é de espantar, portanto, que o perfil típico do minoritário brasileiro seja o do especulador, que entra na sociedade já com a perspectiva e expectativa da

4 O *tag-along* na legislação brasileira representa o direito de o acionista, que não faz parte do bloco de controle, vender suas ações por quantia igual ou superior a 80% do valor pago por ação com direito a voto, quando da venda de bloco de controle (Lei das S.A., artigo 254-A).

saída. Não apenas ao minoritário não é dado qualquer direito a participar da sociedade, como é forte o estímulo para que saia.”

De qualquer modo, as mudanças implementadas na Lei 10.303 associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores, como Bovespa, CVM e Banco Central do Brasil (Bacen), representam um marco importante no avanço das práticas de governança no país e mais especificamente do mercado de capitais. Tanto a experiência internacional como a brasileira têm mostrado que os investidores tendem a preferir empresas com maior nível de governança, uma vez que representam menor risco para o capital. De acordo com estudos realizados por Nick Bradley, da Standard & Poor's Governance Services:

“... in countries where higher investor protection measures existed, and where corporate governance standards were higher, the impact of economic crises was, relatively speaking, less. Studies in the US have examined the depreciation of currencies and the decline of the stock markets in a number of emerging economies during the Asian crisis of 1997-98. The studies revealed that countries with higher standards of investor protection were, relatively speaking, better insulated against market turmoil than those countries where investor protection laws were weak.”

3. O Impacto das Práticas de Governança nas Ações de Companhias Brasileiras

Nas práticas de boa governança estabelecidas pela Bovespa, a passagem para um patamar superior de governança aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade das informações prestadas pelas empresas. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado. Ao estabelecer níveis de governança, a Bovespa pretende que os critérios determinados para os diferentes níveis guardem uma forte correlação com a valorização e a menor volatilidade das ações.⁵ Alguns estudos têm sido realizados com o intuito de corroborar essa afirmativa, mas questões como o grau de pulverização do capital, a liquidez das ações e o tamanho da série histórica são fatores que tendem a alterar ou no mínimo “poluir” tais resultados.

5 Para comprovar tal proposição, o ideal seria decompor o Índice de Governança Corporativa (IGC) nos três níveis de governança, mas ao analisar os dados disponíveis constatou-se que o Novo Mercado e o Nível 2 constituem uma amostra pouco significativa, representando apenas 5,36% e 3,64% do IGC e 2,05% e 1,26% do volume negociado na Bovespa, respectivamente. Adiciona-se, ainda, que a série histórica das empresas do Novo Mercado é muito curta. Diante desses fatos, optou-se por uma análise global do IGC.

O gráfico a seguir confronta a evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa com a *performance* do IGC.⁶ Observa-se uma forte correlação entre o IGC e os índices IBrX, em especial o IBrX-100, o que pode ser explicado, em parte, pela própria composição da sua carteira de ações, que representa 92,75% das ações listadas no IGC.

Entre junho de 2001 e setembro de 2004, conforme pode ser observado na Tabela 1, o IGC foi o índice que apresentou maior valorização. Em termos percentuais, entretanto, essa valorização só foi significativamente superior à do Ibovespa, superando-o em 47 pontos percentuais. Apesar de ser esperado que o IGC apresentasse retornos superiores significativos em relação a todos os índices, nota-se na tabela que sua superioridade em relação ao

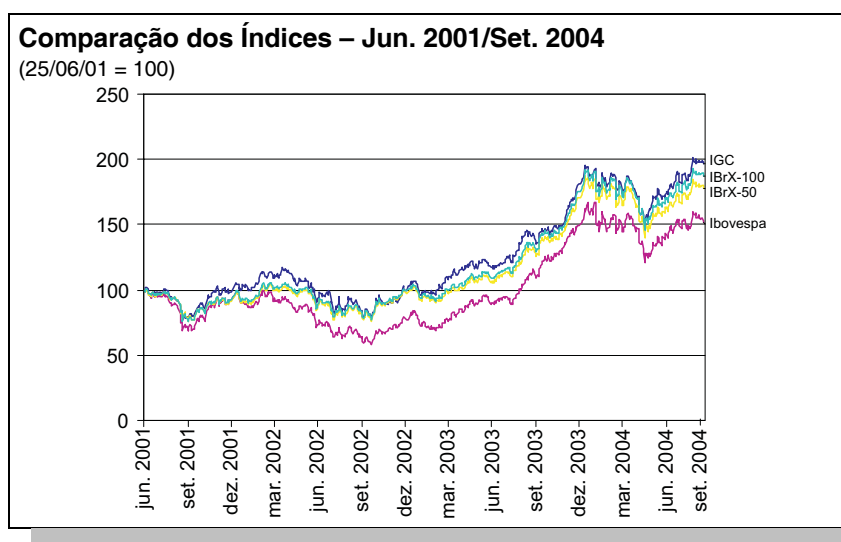


Tabela 1

Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04

(Em %)

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Variação do Índice	50,00	87,46	78,22	97,00

Fonte: Economática (*cotação de fechamento*).

⁶ O IGC foi criado pela Bovespa em junho de 2001 e contempla todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 (ver Anexo 2).

IBrX-100 é praticamente insignificante, especialmente se analisado em termos anuais.

Com o objetivo de melhor avaliar o impacto das práticas de governança nos índices IBrX-100, IBrX-50 e Ibovespa, foi estabelecido um novo critério, utilizando as carteiras estáticas dos índices, válidas de setembro a dezembro de 2004, extrapolando-as para o período junho de 2001/setembro de 2004. Essa hipótese⁷ levou a resultados diferenciados da rentabilidade verificada na Tabela 1, uma vez que a metodologia adotada despreza as mudanças trimestrais das ações que compõem os índices em questão.

Embora a manutenção fixa da carteira seja uma hipótese simplificadora, o aumento significativo do número de empresas com práticas de boa governança no último ano fez com que se acreditasse que uma base fixa recente retratasse de forma mais apropriada os impactos da governança. Os resultados obtidos a partir dessa análise, diferentemente dos verificados na Tabela 1, mostram uma rentabilidade superior do grupo de empresas associadas a boas práticas de governança. Nota-se na Tabela 2 que, em todos os índices, a rentabilidade das ações de empresas classificadas em algum nível de

7 A metodologia utilizada foi: a variação acumulada dos índices será a composição da rentabilidade individual de cada ação no período ponderada por sua participação na carteira teórica.

$$\text{Variação.Índice}_j = \sum_{i \in \text{AçõesÍndice}} \text{Peso}_i \times \text{Variação}_i \quad (1)$$

$$\text{Índice}_j = [\text{Ibov}, \text{IBrX-100}, \text{IBrX-50}, \text{IGC}]$$

$$\text{Composição.Índice}_j = A_j + G_j \quad (2)$$

$$\text{Peso}_{A_j} + \text{Peso}_{G_j} = 100\%$$

$$\text{Variação.Índice}_j = \text{Variação}_{A_j} \times \text{Peso}_{A_j} + \text{Variação}_{G_j} \times \text{Peso}_{G_j} \quad (3)$$

onde:

Peso_i = participação percentual da ação i , considerando-se as carteiras válidas no quadrimestre setembro/dezembro de 2004

Variação_i = variação percentual da ação i no período em análise junho de 2001/setembro de 2004

A = ações que \in ao Índice $_j$ e \notin ao IGC

G = ações de empresas \in ao Índice $_j$ e \in ao IGC

Variação_A = variação das ações de boa governança que compõem cada índice, calculada pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação}_A = \sum_{i \in A} \text{Peso}_i \times \text{Variação}_i$$

Variação_G = variação das ações de boa governança que compõem cada índice, calculada pela seguinte fórmula:

$$\text{Variação}_G = \sum_{i \in G} \text{Peso}_i \times \text{Variação}_i$$

governança da Bovespa é muito superior à daquelas que se encontram fora desse grupo e que, conseqüentemente, a rentabilidade total de cada índice é influenciada positivamente pelas ações de empresas com práticas de boa governança.

Os resultados da Tabela 2 mostram uma clara tendência de que as empresas com práticas de boa governança tendem a superar a rentabilidade daquelas que optaram por não se adequar a tais critérios. No entanto, deve-se enfatizar que as simplificações utilizadas, adicionadas ao fato de se tratar de uma série muito pequena, fazem com que os resultados obtidos devam ser observados com cuidado.

Expandindo um pouco mais a análise, foi calculada a relação existente entre o valor da ação e o lucro líquido por ação,⁸ conforme observado na Tabela 3. Nota-se que as empresas presentes no IGC apresentaram uma superioridade representativa em relação aos outros índices quando se trata de avaliar o preço da ação em relação ao lucro líquido. Tal resultado vai na direção das conclusões existentes sobre o assunto, as quais afirmam que as práticas de governança são capazes de reduzir o custo de captação das empresas. Pode-se inferir que a superioridade das empresas presentes no IGC decorre de uma precificação favorável do mercado, uma vez que pelo critério do fluxo de caixa descontado as empresas com boas práticas de

Tabela 2

Variação Acumulada dos Índices entre 25/06/01 e 13/09/04

(Em %)

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Varição do índice assumindo carteira de ações fixa no período	123,49	185,39	164,84	207,91
Participação das ações com práticas de governança no índice	24,84	45,04	45,98	100,00
Varição das ações com práticas de governança no índice	292,07	221,31	225,60	207,91
Varição das ações sem práticas de governança no índice	67,78	155,95	113,12	0,00

Fonte: Economática (*cotação de fechamento*).

8 Os cálculos foram elaborados com base nas informações da Economática em 13 de setembro de 2004, com o cálculo do resultado médio para cada índice elaborado de acordo com a respectiva ponderação de cada ação no índice e tendo sido expurgado do resultado final os dados com mais de 1,96 desvio-padrão em relação à média (grau de confiança de 95%).

governança tendem a usufruir de uma taxa de desconto inferior, dado o seu menor risco de crédito.

Estudo de Bhojraj e Sengupta (2001) aponta uma forte evidência de que as empresas que apresentam boas práticas de governança tendem a ter menor custo de capital:

“Governance mechanisms can reduce default risk by mitigating agency costs and monitoring managerial performance and by reducing information asymmetry between the firm and the lenders. We find firms that have greater institutional ownership and stronger outside control of the board, enjoy lower bond yields and higher ratings on their new bond issues.”

Avaliando os resultados da Tabela 3 a partir de uma decomposição do IGC nos diversos níveis de governança, tem-se que no Novo Mercado a relação preço/lucro líquido foi 57,42, no Nível 2 foi 36,41 e no Nível 1 foi 20,02, o que confirma os resultados da tabela e corrobora a idéia de que o preço superior das ações em relação ao lucro líquido decorre do fato de existir um prêmio implícito nas empresas oriundo das práticas de governança. Observa-se, ainda, que esse prêmio se encontra positivamente correlacionado com o grau de governança.

A Tabela 4 mostra os diferentes graus de liquidez e volatilidade dos diversos índices, com o IGC, o IBrX-50 e o IBrX-100 apresentando volatilidades muito próximas, enquanto o Ibovespa tem a maior volatilidade, muito

Tabela 3

Relação entre o Valor da Ação e o Lucro Líquido por Ação

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Preço/Lucro = Cotação/(Lucro Líquido/Quantidade Total de Ações Calculada)	15,66	16,81	15,40	22,68

Fonte: Economática (cotação de fechamento de 13/09/04).

Tabela 4

Volatilidade e Liquidez das Carteiras entre 25/06/01 e 13/08/04

(Em %)

	IGC	IBOVESPA	IBrX-50	IBrX-100
Volatilidade Anual	26,16	30,75	25,50	24,57
Volatilidade Anual dos Retornos Negativos	16,45	20,42	17,11	16,55
Liquidez	1,53	3,39	2,93	2,6

Fonte: Economática.

influenciado pelas ações do setor de telecomunicações. Apesar do tratamento dos dados e da realização de alguns testes, não foi encontrada qualquer explicação que justificasse a maior volatilidade do IGC em relação aos índices IBrX. Por outro lado, os testes mostraram que o IGC apresenta a maior rigidez quando se trata de retornos negativos, ou seja, as ações se comportam de maneira mais estável diante de tendências de baixa. A literatura sobre governança também tem apontado na mesma direção: estudos realizados sobre o mercado coreano por Black, Jang e Kim (2002) reforçam a idéia de que os ganhos de redução da volatilidade nas ações de empresas com práticas de boa governança só são claros quando se trata de retornos negativos.

Analisando a liquidez das ações na Tabela 4,⁹ tem-se que o Ibovespa foi o mais líquido, enquanto o IGC apresentou a menor liquidez, refletindo, conforme esperado, um perfil de mais longo prazo dos investidores desse grupo de ações. Os dados mostram que, apesar do bom desempenho do IGC, especialmente se observado a partir de uma base fixa, conforme apresentado na Tabela 2, esse resultado deve ser avaliado com cuidado. As empresas com boas práticas de governança no Brasil são um fenômeno recente e os dados estatísticos são ainda muito incipientes para que se possa ter resultados definitivos.

Em 2004, como pode ser observado na Tabela 5, Grendene, CPFL, Dasa, Porto Seguro e Natura fizeram ofertas públicas e ingressaram no Novo Mercado, que contava até 13 de setembro de 2004 com três empresas (ver Anexo 2). O Nível 2, que até a mesma data (Anexo 2) tinha quatro empresas listadas, contou em 2004 com a inclusão da ALL e da Gol. Nota-se que tais mudanças chegaram a representar uma variação de mais de 100% no número de empresas presentes no Novo Mercado. Esse fato, associado a uma posição do mercado de capitais demandante por investimentos em empresas

9 A liquidez dos índices foi estimada com base na liquidez de cada ação calculada pela Econômica através da seguinte fórmula:

$$\text{LiqBolsa} = 100 \times \frac{d}{D} \times \sqrt{\frac{n}{N}} \times \frac{v}{V}$$

onde:

d = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

D = número total de dias do período escolhido;

n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido;

N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido;

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Subseqüentemente, ponderou-se a liquidez de cada ação por sua participação no índice.

Tabela 5
Ofertas Públicas na Bovespa em 2004

EMPRESA	OFERTA	VOLUME COLOCADO (US\$ Milhões)	MÊS	BOOKRUNNERS	GOVERNANÇA CORPORATIVA
CCR	Aumento de Capital	129	Abril	Pactual e UBS	Novo Mercado
Natura	Oferta Pública Inicial	241	Maio	Itaú, Pactual e UBS	Novo Mercado
ALL	Oferta Pública Inicial	188	Junho	Merrill Lynch e Pactual	Nível 2
Gol	Oferta Pública Inicial	281	Junho	Morgan Stanley e Unibanco	Nível 2
WEG	Oferta Secundária	104	Setembro	Banco do Brasil, Bradesco e Pactual	Nível 1
Braskem	Oferta Primária e Secundária	385	Setembro	CSFB e Unibanco	Nível 1
CPFL	Oferta Pública Inicial	285	Setembro	Merrill Lynch e Pactual	Novo Mercado
Grendene	Oferta Pública Inicial	181 ^a	Outubro	Pactual	Novo Mercado
Dasa	Oferta Pública Inicial	105 ^a	Outubro	Itaú, UBS e Unibanco	Novo Mercado
Porto Seguro	Oferta Pública Inicial	100 ^a	Novembro	Pactual	Novo Mercado
Bradespar	Aumento de Capital	210 ^a	n.d.	CSFB e Pactual	Nível 1
Net	Aumento de Capital	175 ^a	n.d.	CSFB e Pactual	

Fonte: Banco Pactual.

^aValor estimado.

com práticas de boa governança, deixa claro duas questões: por um lado, as mudanças na base de dados que compõem as informações sobre ações de empresas com práticas de governança são ainda muito recentes e significativas, o que dificulta qualquer trabalho que pretenda quantificar tais resultados; e, por outro, o fato de que as novas emissões de ações têm sido feitas por empresas que optam pela governança, destacadamente o Novo Mercado e o Nível 2, deixa claro que os investidores estão procurando cada vez mais empresas com bons níveis de governança, especialmente no que se refere à prática de políticas que assegurem aos minoritários os mesmos direitos dos controladores.

4. Conclusão

Vários estudos na literatura sobre governança corporativa têm procurado verificar os efeitos das práticas de boa governança sobre as empresas, mas ainda não existe uma resposta clara sobre os seus resultados nos retornos da ação ou mesmo na sua volatilidade. A tendência tem sido afirmar que apenas quanto ao custo de captação existem ganhos significativos.

Este artigo procurou analisar tais impactos nas empresas brasileiras, mas não foram obtidos resultados conclusivos, especialmente em virtude do tamanho da amostra existente e das grandes mudanças ocorridas na base de dados.¹⁰ No entanto, intuitivamente, pode-se dizer que os resultados observados nas Tabelas 2 e 3 refletem uma superioridade das empresas com boa governança em relação às outras. Isso significa que o mercado está disposto a pagar um “prêmio de governança” sobre o preço das ações, o que parece estar estreitamente ligado ao menor risco de crédito associado a essas empresas.

Inferre-se daí que a governança corporativa, ao propiciar a redução da assimetria de informação existente entre a empresa e os agentes envolvidos, tende a provocar a redução do custo de capital. A superioridade da relação preço/lucro líquido das empresas constatada neste artigo nos três níveis de governança existentes induz a uma correlação positiva entre menor risco de crédito e governança.

Na literatura internacional sobre o assunto, apesar do maior tamanho da amostra, os resultados observados são semelhantes. Nas palavras de Black, Jung e Kim (2002):

“... We do not study stock price returns because they are ambiguous. If investors value firms with better governance more highly, a firm that improves its governance over the sample period could show higher price returns than other firms. In contrast, a firm that maintains a high governance level throughout could show lower returns, to reflect its lower cost of capital.”

A governança corporativa proporciona aos credores maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido. O resultado é que, para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais. Quais os impactos mensuráveis que elas apresentam? Para uma resposta adequada a essa questão, é necessário dar um pouco mais de tempo ao mercado de capitais brasileiro para que as mudanças implementadas estejam sedimentadas na estrutura organizacional da empresa, de modo a permitir uma análise adequada.

10 Conforme mencionado anteriormente, o mercado brasileiro em 2004 foi rico em emissões e abertura de capital de empresas que ingressaram no Novo Mercado, com variação, ao longo do ano, de até 100% no número de empresas pertencentes ao Novo Mercado.

Anexo 1

As companhias no Nível 1 comprometem-se com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Para a classificação como companhia do Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, os critérios de listagem são:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e as empresas do mesmo grupo;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2; e

- adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado é um segmento no qual as empresas devem se comprometer com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Sua principal inovação, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Porém, essa não é a única, pois as empresas que ingressarem no Novo Mercado têm como obrigações adicionais, resumidamente:

- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou de cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; e
- cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Anexo 2: Companhias Listadas no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
Novo Mercado	
Cia. Concessões Rodoviárias	CCR Rodovias
Cia. de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	Sabesp
Natura Cosméticos S.A.	Natura
Nível 2	
América Latina Logística S.A. (ALL)	ALL América Latina
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	Celesc
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Gol
Marcopolo S.A.	Marcopolo
Net Serviços de Comunicação S.A.	Net
Nível 1	
Confab Industrial S.A.	Confab
Gerdau S.A.	Gerdau
Investimentos Itaú S.A. (Itaúsa)	Itaúsa
Klabin S.A.	Klabin S.A.
Mangels Industrial S.A.	Mangels Industrial
Metalúrgica Gerdau S.A.	Gerdau Metalúrgica
Perdigão S.A.	Perdigão S.A.
Randon S.A. Implementos e Participações	Randon Participações
Ripasa S.A. Celulose e Papel	Ripasa
Rossi Residencial S.A.	Rossi Residencial
S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	Vigor
Sadia S.A.	Sadia S.A.
São Paulo Alpargatas S.A.	Alpargatas
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	Suzano Papel
Unibanco Holdings S.A.	Unibanco Holdings
Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.	Unibanco
Votorantim Celulose e Papel S.A.	VCP
WEG S.A.	WEG

Fonte: Bovespa (13/09/04).

Referências Bibliográficas

- BHOJRAJ, S., SENGUPTA, P. *Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors*. Cornell University and University of Maryland, Nov. 2001.
- BLACK, B. S., JANG, H., KIM, W. *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea*. Stanford Law School, May 2002 (Working Paper, 237).
- BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. *Regulamento dos níveis 1 e 2 de governança: empresas – níveis de governança corporativa*. São Paulo: Bovespa, atualizado em maio de 2002.
- _____. *Regulamento do novo mercado: empresas – níveis de governança corporativa*. São Paulo: Bovespa, atualizado em maio de 2002.
- BRASIL. Lei 108, de 29 de maio de 2001. *Diário Oficial da União*, Brasília 30 de maio de 2001.
- _____. *Nova Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Editora Auriverde, s.d.
- CLEMENTE, E. S. Governança corporativa e questões jurídicas concretas. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).
- COASE, Ronald. *The firm, the market, and the law*. Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- CORRÊA, R. O. B. A função social do poder de controle nas sociedades anônimas: aspectos atinentes à governança corporativa. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).
- CREMERS, K. J. Martijn, NAIR, Vinay B. *Governance mechanisms and equity prices*. New York: New York University, Apr. 2004.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Lei 6.385, de dezembro de 1976*. CVM, atos normativos.
- _____. *Lei 6.404, de dezembro de 1976*. CVM, atos normativos
- _____. *Lei 9.457, de 5 de maio de 1997*. CVM, atos normativos.
- _____. *Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001*. CVM, atos normativos

- FUDENBERG, D., TIROLE, J. *Harvard Business Review on Corporate Governance*. Harvard: Harvard Business School Press, 2000.
- _____. *Game theory*. New York, 2002.
- KOZLOWSKI, W. Breves notas de governança corporativa acerca do conflito de interesses na sociedade anônima. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).
- MILLER, D. S. Governança corporativa e *full disclosure*: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).
- POUND, J. The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review on Corporate Governance*, p. 79-104, 2000.
- RIBEIRO NETO, Ramon M., FAMÁ, Rubens. *Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado*. São Paulo: USP, jun. 2001 (Ensaio de Finanças).
- ROSENBERG, H. *Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa*. São Paulo: Editora Campus, 2000.
- SANTOS, A. P. A governança corporativa e os acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto celebrados no âmbito de companhias abertas. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).
- SARAIVA, L. P. Governança corporativa e auditores independentes: uma visão do Sarbanes-Oxley Act e da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec).