

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUC/SP

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

FABIO ARAUJO DOMINGUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO ESTRATÉGIA DE
DIFERENCIAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO – UM ESTUDO
DE AÇÕES NEGOCIADAS NA BOVESPA**

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

ORIENTADOR: PROF. DR. LUCIANO ANTONIO PRATES JUNQUEIRA

SÃO PAULO

2006

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

FABIO ARAUJO DOMINGUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO ESTRATÉGIA DE
DIFERENCIAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO - UM ESTUDO
DE AÇÕES NEGOCIADAS NA BOVESPA**

Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Administração, sob orientação do Prof. Dr. Luciano Antonio Prates Junqueira.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC / SP

SÃO PAULO

2006

**Governança Corporativa como Estratégia de Diferenciação no Mercado
Acionário - Um Estudo de Ações Negociadas na BOVESPA**

Fabio Araujo Domingues

**Dissertação apresentada como exigência parcial para a obtenção do Título de
Mestre em Administração**

Data de Aprovação: ____ / ____ / ____

Banca Examinadora:

Prof. Doutor Luciano Antonio Prates Junqueira (PUC / SP)

Prof. Doutor Carlos Osmar Bertero (FGV)

Prof. Doutor Arnaldo José de Hoyos Guevara (PUC / SP)

*Ao meu filho Fabinho,
Orgulho e Amor da minha vida,*

Ofereço esta dissertação..

*A minha querida esposa Kelly,
pela dedicação, por todo apoio, afeto e
principalmente pelo nosso Amor,*

*Com carinho,
A minha mãe Silma,
Ao meu irmão Anderson,
Ao meu pai Léo,
Amo vocês,*

Dedico a Deus

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Luciano Antonio Prates Junqueira, com quem tive a honra de aprender e ser orientado academicamente, por sua atenção e dedicação no desenvolvimento deste trabalho e pela amizade.

Ao Prof. Dr. Carlos Osmar Bertero, presidente da ANPAD e membro da banca, com quem tive a honra de cursar disciplina e iniciar minha orientação, por suas críticas e sugestões na qualificação do trabalho, pelo apoio e enriquecimento do conhecimento e amizade.

Ao Prof. Dr. Arnoldo José de Hoyos Guevara, membro da banca e pessoa muito especial que conheci na reta final do trabalho, por todo seu apoio, orientação, dedicação e amizade.

A BOVESPA, pelos dezesseis anos de trabalho, pelo patrocínio, pelo incentivo e parceria em todos estes anos.

Ao amigo, parceiro de trabalho e mestrando desta universidade, Eduardo Yukio Kashiwakura, pelo apoio, troca de idéias e auxílio no desenvolvimento deste trabalho.

A todos os colegas da BOVESPA que direta ou indiretamente me apoiaram e auxiliaram no desenvolvimento deste trabalho.

A minha esposa Kelly, meu filho Fabinho, Isabelinha e nossas famílias, pelo amor, motivação, carinho e afeto durante todos estes anos.

Obrigado meu Deus, nosso Senhor Jesus Cristo, pela saúde, pela minha família, pela nossa vida e por mais este passo dado em meu desenvolvimento acadêmico e profissional.

RESUMO

Com a evolução dos mercados, principalmente a partir da globalização, os investidores passaram a demandar informações mais detalhadas sobre a qualidade dos investimentos e financiamentos realizados pelas empresas e bancos, onde a transparência e solidez das informações tornam-se então, elementos essenciais para que, as práticas de governança corporativa sejam aplicadas de maneira eficaz. A presente dissertação teve por objetivo efetuar um estudo das ações de empresas negociadas na BOVESPA comprometidas com a governança corporativa, e verificar se este diferencial tornou-se positivo para suas ações. Para tanto este trabalho estudou e apresentou resultados sobre os seguintes aspectos: o primeiro, um estudo das vinte e duas empresas que hoje compõem o Novo Mercado, verificando o desempenho evolutivo das ações de cada uma delas; o segundo, uma análise comparativa entre o índice IGC das empresas comprometidas com governança corporativa e o índice IBOV que é composto por empresas tradicionais de mercado sem comprometimento com tais práticas; e em terceiro e último, uma análise entre as duas empresas comprometidas com governança corporativa versus duas empresas de mesmo setor produtivo e ou econômico que não possuem governança corporativa implementada, verificando se houve uma divergência sensível nas suas evoluções em razão deste posicionamento. Através dos resultados obtidos podemos afirmar somente que a diferenciação limita-se à segmentar o ambiente em que a empresa se posiciona, ou seja, situando-as dentro do Novo Mercado ou no Mercado Tradicional, e também especificando a estrutura organizacional implantada em sua administração, pois devido a diversidade de variáveis que atingem o setor adicionadas ao desempenho heterogêneo apresentado pelas empresas estudadas, não pode-se afirmar que este diferencial se traduz em valorização direta de suas ações após a adesão a este segmento.

Palavras-chave: Governança, Mercado Acionário, Novo Mercado, Diferenciação e BOVESPA.

ABSTRACT

Along with the evolution of markets, mainly since globalization, investors began to claim more detailed information on investment and financing qualities given by companies and banks, where the transparency and stability of information become then, essential elements for the efficient appliance for corporative and administrating practices. This present dissertation had, as main objective, to study the company's shares, negotiated at BOVESPA, compromised with corporative administration, and to check if this differential had been positive to its shares. For this reason, this work studied and presented results on the following aspects: the first was a study of the twenty-two companies which nowadays form the New Market, checking the evolutional behavior of each one's shares; the second, a comparative analysis between the IGC index of the companies compromised with corporative administration and the IBOV index composed of traditional market companies not compromised with these practices; and third and last, an analysis between the two compromised companies with corporative administration against two companies of the same productive or economic sectors, without an implemented corporative administration, checking if an appreciable divergence occurred because of this positioning. While presenting the results obtained, we could notice that, we can only confirm that the difference is limited to segment the environment in which the company is positioned, or elsewhere, situating them in the New market or the Traditional Market, as also specifying the organizational structure implanted in their managing, because, due to the variable diversity reaching the sector, as well as by the heterogeneous behavior presented by the companies being studied, we cannot certify that this differential is translated to a direct valorization of its shares after its adherence to this segment.

Keywords: Administration, Share Market, New Market, Differentiation and BOVESPA.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Objetivos	15
1.2 Justificativa da Pesquisa	15
1.3 Delimitações do Trabalho	18
1.4 Hipóteses de Pesquisa.....	19
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	20
2.1 Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro.....	23
2.1.1 Estudos relacionando Governança Corporativa e os Preços das Ações	24
2.2 Mecanismos de Governança Corporativa	25
2.3 Governança Corporativa no Brasil	27
2.3.1 A Criação do IBGC e a Nova Lei das S/A`s	31
2.3.2 Cenário Legal e Regulatório da Governança Corporativa no Brasil.....	34
2.4 O Conselho de Administração.....	36
3 MERCADO ACIONÁRIO	38
3.1 Sobre as Ações	41
3.2 Os Indicadores.....	43
3.3 O Mercado de Ações Brasileiro	44
3.4 Retorno e Riscos de Investimento em Ações.....	47
3.5 Mercado Eficiente	50
3.6 A Bolsa de Valores.....	52
3.6.1 Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).....	55
4 O NOVO MERCADO	57
4.1 O Ingresso aos Níveis e ao Novo Mercado	59
4.1.1 Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa	61
4.2 O IGC e o Novo Mercado.....	64
5 DIFERENCIAÇÃO	67
5.1 Diferenciação e Estratégia.....	70
6 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	76

6.1 População, Amostragem e Coleta de Dados.....	78
6.2 Limitação da Pesquisa	80
6.2.1 Limitação Temporal dos Dados	81
7 DEMONSTRAÇÃO DOS ESTUDOS REALIZADOS	83
7.1 Apresentação dos Resultados das Empresas.....	84
7.1.1 Banco Nossa Caixa S. A.	85
7.1.2 Companhia de Saneamento Básico de São Paulo S. A.	87
7.1.3 Companhia de Concessões Rodoviárias	89
7.1.4 Companhia de Saneamento de Minas Gerais	91
7.1.5 Company S. A.	93
7.1.6 Cosan S. A. Indústria e Comércio	95
7.1.7 CPFL Energia S. A.	97
7.1.8 Cyrela Brazil Realty S. A. Empreendimentos e Participações	99
7.1.9 Diagnósticos da América S. A.	101
7.1.10 Energias do Brasil S. A.	103
7.1.11 Gafisa S. A.	105
7.1.12 Grendene S. A.	107
7.1.13 Localiza Rent a Car S. A.	109
7.1.14 Natura Cosméticos S. A.	111
7.1.15 Lojas Renner S. A.	113
7.1.16 Obrascon Huarte Lain Brasil S. A.	115
7.1.17 Porto Seguro S. A.	117
7.1.18 Rennar Maças S. A.	119
7.1.19 Rossi Residencial S.A.	121
7.1.20 Submarino S. A.	123
7.1.21 Totvs S. A.	125
7.1.22 Tractebel Energia S. A.	127
7.2 Análise Comparativa entre o IGC e o IBOV	129
7.3 Análise Comparativa entre duas empresas do Novo Mercado versus duas empresas sem Governança	131
7.4 Análise dos Dados	135
8 CONSIDERAÇÕES FINAIS	141
9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	145

RELAÇÃO DE FIGURAS, TABELAS E GRÁFICOS

FIGURAS

Figura 1 – Governança corporativa: protagonistas e transações	14
Figura 2 – O processo decisório da nova gestão	37
Figura 3 – Círculo virtuoso proposto para a governança corporativa no Brasil..	61

TABELAS

Tabela 1 – Política de governança corporativa no Brasil	79
Tabela 2 – Análises de comportamentos das ações das empresas	135

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Desempenho da empresa Nossa Caixa versus IBOV	85
Gráfico 2 – Tendência da empresa Nossa Caixa no período	86
Gráfico 3 – Tendência do IBOV no período	86
Gráfico 4 – Desempenho da empresa Saneamento Básico versus IBOV	87
Gráfico 5 – Tendência da empresa Saneamento Básico no período	88
Gráfico 6 – Tendência do IBOV no período	88
Gráfico 7 – Desempenho da empresa Concessão Rodoviária versus IBOV	89
Gráfico 8 – Tendência da empresa Concessão Rodoviária no período	90
Gráfico 9 – Tendência do IBOV no período	90
Gráfico 10 – Desempenho da empresa Saneamento MG versus IBOV	91
Gráfico 11 – Tendência da empresa Saneamento MG no período	92
Gráfico 12 – Tendência do IBOV no período	92
Gráfico 13 – Desempenho da empresa Company versus IBOV	93
Gráfico 14 – Tendência da empresa Company no período	94
Gráfico 15 – Tendência do IBOV no período	94
Gráfico 16 – Desempenho da empresa COSAN versus IBOV	95
Gráfico 17 – Tendência da empresa COSAN no período	96

Gráfico 18 – Tendência do IBOV no período	96
Gráfico 19 – Desempenho da empresa CPFL Energia versus IBOV	97
Gráfico 20 – Tendência da empresa CPFL Energia no período	98
Gráfico 21 – Tendência do IBOV no período	98
Gráfico 22 – Desempenho da empresa Cyrela Brazil versus IBOV	99
Gráfico 23 – Tendência da empresa Cyrela Brazil no período	100
Gráfico 24 – Tendência do IBOV no período	100
Gráfico 25 – Desempenho da empresa Diagnósticos da América versus IBOV ..	101
Gráfico 26 – Tendência da empresa Diagnósticos da América no período	102
Gráfico 27 – Tendência do IBOV no período	102
Gráfico 28 – Desempenho da empresa Energias do Brasil versus IBOV	103
Gráfico 29 – Tendência da empresa Energias do Brasil no período.....	104
Gráfico 30 – Tendência do IBOV no período	104
Gráfico 31 – Desempenho da empresa Gafisa versus IBOV	105
Gráfico 32 – Tendência da empresa Gafisa no período.....	106
Gráfico 33 – Tendência do IBOV no período	106
Gráfico 34 – Desempenho da empresa Grendene versus IBOV	107
Gráfico 35 – Tendência da empresa Grendene no período	108
Gráfico 36 – Tendência do IBOV no período	108
Gráfico 37 – Desempenho da empresa Localiza Rente a Car versus IBOV	109
Gráfico 38 – Tendência da empresa Localiza Rente a Car no período.....	110
Gráfico 39 – Tendência do IBOV no período	110
Gráfico 40 – Desempenho da empresa Natura Cosméticos versus IBOV	111
Gráfico 41 – Tendência da empresa Natura Cosméticos no período	112
Gráfico 42 – Tendência do IBOV no período	112
Gráfico 43 – Desempenho da empresa Lojas Renner versus IBOV	113
Gráfico 44 – Tendência da empresa Lojas Renner no período	114
Gráfico 45 – Tendência do IBOV no período	114
Gráfico 46 – Desempenho da empresa Obrascon Huarte Lain versus IBOV	115
Gráfico 47 – Tendência da empresa Obrascon Huarte Lain no período	116
Gráfico 48 – Tendência do IBOV no período	116
Gráfico 49 – Desempenho da empresa Porto Seguro versus IB OV	117
Gráfico 50 – Tendência da empresa Porto Seguro no período	118
Gráfico 51 – Tendência do IBOV no período	118

Gráfico 52 – Desempenho da empresa Rennar Maçãs versus IBOV	119
Gráfico 53 – Tendência da empresa Rennar Maçãs no período	120
Gráfico 54 – Tendência do IBOV no período	120
Gráfico 55 – Desempenho da empresa Rossi Residencial versus IBOV	121
Gráfico 56 – Tendência da empresa Rossi Residencial no período	122
Gráfico 57 – Tendência do IBOV no período	122
Gráfico 58 – Desempenho da empresa Submarino versus IBOV	123
Gráfico 59 – Tendência da empresa Submarino no período.....	124
Gráfico 60 – Tendência do IBOV no período	124
Gráfico 61 – Desempenho da empresa Totvs versus IBOV	125
Gráfico 62 – Tendência da empresa Totvs no período	126
Gráfico 63 – Tendência do IBOV no período	126
Gráfico 64 – Desempenho da empresa Tractebel Energia versus IBOV	127
Gráfico 65 – Tendência da empresa Tractebel Energia no período	128
Gráfico 66 – Tendência do IBOV no período	128
Gráfico 67 – Análise comparativa entre IBOV e IGCX	129
Gráfico 68 – Tendência do Índice IGCX	130
Gráfico 69 – Tendência do IBOV referente ao Índice IGCX	130
Gráfico 70 – BANCO NOSSA CAIXA versus BANCO DO BRASIL	131
Gráfico 71 – Tendência da empresa Nossa Caixa no período	132
Gráfico 72 – Tendência da empresa Banco do Brasil no período	132
Gráfico 73 – SUBMARINO versus LOJAS AMERICANAS.....	133
Gráfico 74 – Tendência da empresa SUBMARINO no período	134
Gráfico 75 – Tendência da empresa LOJAS AMERICANAS no período.....	134

1 INTRODUÇÃO

Considerar que o mercado acionário tem impacto e abrangência meramente financeira é uma visão limitada e já ultrapassada, pois já se provou que este mercado exerce um papel significativamente importante no desenvolvimento econômico e social de um país através do efetivo impacto positivo que este tem sobre a esfera real da economia. Quando se tem um mercado acionário saudável e em contínua evolução, possibilita-se ao país benefícios que vão além de uma simples fonte alternativa de novos recursos para as empresas, como, por exemplo, o processo de fortalecimento do mercado de ações, onde pode-se destacar além dos novos investimentos financiados pelo mercado acionário, a geração de novos empregos, a expansão da economia e conseqüentemente das empresas. O desenvolvimento de um mercado de ações transparente e bem regulamentado, além de ser um instrumento para capitalizar as empresas, permite que as mesmas aumentem sua produção e os empregos que oferecem, sem onerar seus custos, sem dívidas e sem alimentar a inflação.

A governança corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos no qual se inclui o conselho de administração, visa aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, possuindo importância crescente, por ser bem difundida a hipótese de que a estrutura de governança afeta o valor da empresa e conseqüentemente de suas ações. Neste contexto se insere o problema, que é descobrir se a estrutura de governança corporativa aplicada é realmente a ideal, ou seja, aquela que traz retornos reais e lucrativos para as empresas que se comprometem com estas práticas, como também verificar se a mesma se reflete realmente em um diferencial positivo para as empresas com governança, perante a concorrência com outras empresas no mercado acionário. Para que possamos ter uma visão real do comportamento das ações destas empresas que aderem a governança corporativa é necessário um estudo evolutivo e detalhado deste mercado, acompanhando a variação e comportamento destas empresas desde sua inclusão neste segmento até os dias de hoje, conseguindo assim dados para verificar se estas empresas realmente alcançaram maior valor de mercado, ou um

melhor desempenho que as ações tradicionais de mercado (sem governança). Logo o debate sobre o tema da governança corporativa envolve a necessidade de criação de mecanismos internos e externos que possam garantir que as decisões da companhia sejam tomadas no melhor interesse de todos os investidores, ampliando a probabilidade de retorno, pelos fornecedores de recursos, sobre os seus investimentos.

No cenário brasileiro, o desenvolvimento das boas práticas de governança vem de encontro às próprias necessidades de desenvolvimento do mercado de capital nacional, das necessidades macroeconômicas ligadas à globalização dos mercados, das necessidades pelas empresas e instituições nacionais de novas fontes de recursos e investimentos, e também dos recentes exemplos organizacionais que demonstram que as empresas não devem se ater apenas à busca de operações mais lucrativas baseadas apenas em seus planos de negócios, mas também em mecanismos de controle que garantam aos seus investidores a proteção e retorno sobre os investimentos realizados.

Neste trabalho, adotou-se a abordagem apresentada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.32) que apresenta a teoria de agência e governança corporativa como sendo um processo de conciliação das ambições e comportamentos dos acionistas, ou seja, dos proprietários da sociedade por ações com as pessoas que a administram, os gestores, tomando como base o pressuposto de que o principal objetivo dos gestores deve ser a maximização da riqueza dos proprietários, o que traduzir-se-ia em maximizar o preço da ação ordinária da empresa.

O sucesso da governança corporativa depende portanto da transparência nas informações, operações claras e bem definidas, prestação de contas, intenção e empenho dos administradores em atingir os resultados esperados pelos proprietários. Brigham e Weston (2000, p.18) destacam que nem sempre os interesses dos proprietários e administradores são convergentes, ou seja, há conflitos de interesses em potencial entre os principais (acionistas externos) e o agente (gerente) ou entre os acionistas e os credores.

Gitman (2002, p.7-28) alerta para o fato de que os administradores em geral concordam com a premissa de maximização do lucro para os acionistas. Contudo, em termos práticos, podem estar mais preocupados com seus próprios interesses, como enriquecer, melhorar seu estilo de vida, garantir a perpetuidade no emprego, entre outras vantagens. Argumenta ainda que, tecnicamente, qualquer administrador que possua menos de 100% da empresa é, em certa medida, um agente dos outros proprietários.

Na Figura 1 é apresentado um fluxograma sintetizado, destacando as interações entre os principais protagonistas da governança corporativa e seus esforços mútuos para o alcance contínuo de desempenhos financeiros que superem ou, no mínimo, atinjam os resultados esperados pelos administradores e proprietários. Na primeira fase, os proprietários contratam os administradores para representá-los na gestão da empresa, pagando-lhes uma remuneração gerencial. A seguir, os administradores têm a tarefa de gerar desempenhos financeiros favoráveis, monitorá-los e formalizá-lo a todos os proprietários e mercado.

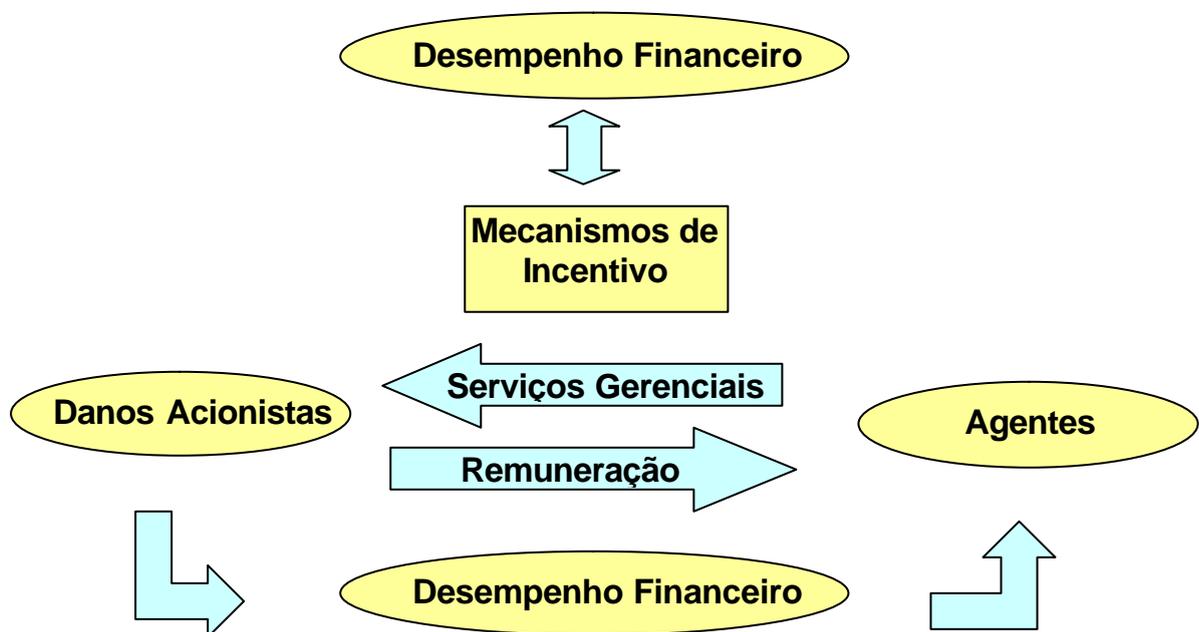


Figura 1 — Governança corporativa: protagonistas e transações.

Fonte: Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2004. Adaptado pelo autor.

1.1 Objetivos

Esta pesquisa tem por objetivo verificar se o valor de mercado e o desempenho das empresas que compõem o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), apresentaram evolução significativa após serem listados no índice de governança corporativa (IGC). Como critério para constatação de evolução significativa, adotou-se um estudo do comportamento acionário das empresas que compõem o Novo Mercado, a comparação entre os resultados do índice das empresas comprometidas com governança (IGC) versus os resultados apresentados pelo índice das empresas sem governança (IBOV), como também uma análise comparativa entre empresas destes dois segmentos pertencentes ao mesmo setor econômico. Mais especificamente, os objetivos são:

- Verificar se existe relação significativa e positiva entre governança corporativa e o valor das empresas que integram o Novo Mercado;
- Analisar o desempenho das empresas no mercado brasileiro, após a adesão ou adoção das novas práticas de governança corporativa;
- Contribuir para a discussão sobre o tema mais geral de governança corporativa, haja vista a crescente importância do assunto no país e a escassez de estudos acadêmicos sobre o tema para instituições financeiras;
- Verificar se para esse setor, a estratégia de adoção das práticas de governança corporativa, não seria uma mera ação de marketing. Face às já tão elevadas taxas de retorno do setor.

1.2 Justificativa da Pesquisa

Atualmente, a governança corporativa como campo de estudo abrange uma ampla discussão envolvendo conceitos das áreas de direito, contabilidade, finanças e economia, sendo que a combinação desses conceitos tem levado a várias questões e a um grande debate, tanto no campo teórico do pensamento

acadêmico quanto no ambiente corporativo. Segundo Zingales (1998, p.1), o próprio termo governança corporativa (corporate governance) não existia na língua inglesa até o final dos anos 70, apesar das questões centrais terem sido apresentadas em 1932 por Barle e Means. No ambiente corporativo, os debates foram intensificados a partir de meados na década de oitenta, com o ativismo gerado pela CalPERS – Califórnia Public Employees Retirement System – um fundo de pensão com recursos de mais de 70 bilhões de dólares na época. Segundo English II, Smythe e McNeil (2003, p.3), a CalPERS é hoje reconhecida como uma das líderes do ativismo de fundos de pensão nos EUA, sendo que uma de suas ações iniciais foi a de atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (*CII – Council of Institutional Investors*), com o objetivo de cuidar dos interesses dos investidores intitucionais e que atuou como importante organismo de difusão das práticas de governança corporativa.

A principal motivação para o foco na governança corporativa nas empresas parte do pressuposto de que a responsabilidade dos administradores como executivos em uma empresa é a de gerar riqueza ou de forma mais difundida, a de criar valor para os acionistas, como afirma Rappaport (1998, p.1): “a avaliação de uma empresa com o objetivo de administrá-la com base no conceito de criação de valor é a questão principal de praticamente todos os executivos na atualidade, tornando a criação de valor para o acionista o padrão global para mensuração do desempenho do negócio”.

Dentre as várias hipóteses estudadas na literatura acadêmica, a maioria das pesquisas sobre governança corporativa procura investigar uma estrutura eficiente de governança, tentando minimizar a diferença entre o valor da empresa eficiente e o apreçamento atual de mercado. Dentro da compreensão da estrutura de governança corporativa, um dos principais fatores é o estudo da estrutura de propriedade e controle das empresas, que afetariam de alguma forma as decisões estratégicas e operacionais dos negócios.

Segundo Patterson (2002, p.4), a busca pela relação entre governança corporativa e valor das empresas pode ser considerada uma área de pesquisa madura no exterior, tendo em vista o crescimento exponencial do número de estudos sobre o tema nos últimos anos. A seção de fundamentação teórica

apresenta importantes trabalhos sobre o tema, cuja maioria é constituída por testes empíricos que procuram obter uma relação estatística significativa entre diversas variáveis associadas ao desempenho e valor da empresa e variáveis associadas à estrutura de governança corporativa. No Brasil, tanto os trabalhos teóricos sobre o tema quanto os trabalhos empíricos com a busca quantitativa pelas possíveis relações são ainda escassos e não conclusivos, justificando os esforços voltados para uma compreensão melhor sobre o tema.

Atualmente, apesar de cada vez mais as economias de todo o mundo, inclusive no Brasil, se tornarem mais complexas e voláteis através dos efeitos de integração e globalização dos mercados, facilitados pelos mecanismos de fluxo de capitais, a discussão sobre o tema de governança corporativa e sobre o mercado de controle corporativo, ganha cada vez mais importância no âmbito corporativo. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo lançou em 2001 a classificação de empresas em “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”, classificando-as em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado de acordo com o grau de compromisso assumido pela empresa com relação a algumas práticas societárias. Além disso, como forma de demonstração da importância do tema, foi fundado em 1995 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, com o objetivo de difundir o conceito entre as empresas. Atualmente, entidades governamentais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) consideram o aperfeiçoamento e mesmo a difusão das práticas de governança nas empresas brasileiras um tópico essencial ao desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

O entendimento e a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras poderiam, caso confirmada a hipótese da sua importância, ser útil para ajudá-las a se tornarem mais eficientes e para desenvolver o mercado de capital nacional.

Dessa forma, a suposição de que o tema governança corporativa, e conseqüentemente a valorização das ações das empresas que adotam práticas diferenciadas, seja importante para se reconhecer e constatar se realmente estas instituições apresentaram melhor performance, justifica-se como uma tentativa

deste estudo, o qual poderá contribuir no campo de administração de empresas no Brasil, sendo este representante de países com economia emergente.

1.3 Delimitações do Trabalho

A primeira delimitação importante deste trabalho ocorre no campo teórico. Nesta pesquisa é aplicada a perspectiva de governança corporativa, como sendo um conjunto de regras práticas definidas por um órgão regulador capaz de estruturar e oferecer ao mercado uma maior transparência com relação às ações, resultados e práticas administrativas que uma determinada empresa esteja executando, buscando assim a redução de problemas como a expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação do controle e propriedade, ou como o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase que total sobre os gestores.

O objetivo da aplicação de tal perspectiva é saber como se comporta o preço das ações das empresas que hoje compõem o Novo Mercado, em relação à adoção ou não das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Não constituiu objetivo do estudo lidar com os fundamentos da governança corporativa voltados para abordagem de estrutura de propriedade, mecanismos de administração como conselhos de administração, estrutura de financiamento, política de remuneração dos administradores, teoria de contratos e economia dos custos de transação. O presente trabalho também não realiza considerações sobre uma ampla variedade de padrões de propriedade não capitalistas, como cooperativas, organizações sem fins lucrativos e entidades públicas como hospitais, escolas, etc.

Com relação à definição operacional de governança corporativa, o foco é dado ao acompanhamento dos preços das ações das empresas que adotaram práticas diferenciadas de governança corporativa nos últimos anos. Considerou-se, para estudo neste trabalho, a utilização de ações do tipo ON ou ordinárias, com direito a voto, para efeitos dos levantamentos históricos de suas cotações.

Outra delimitação importante da pesquisa é a amostra analisada, que é composta por vinte e duas empresas que possuem ações negociadas no NOVO MERCADO da Bolsa de Valores de São Paulo, setor composto por empresas com grau máximo de comprometimento com as práticas de governança corporativa.

1.4 Hipóteses de Pesquisa

Descreve-se a seguir, as questões centrais deste trabalho:

H0 (hipótese nula): não existe correlação positiva e significativa entre os retornos gerados pelas ações ordinárias das 22 empresas que compõem o Novo Mercado e os retornos medidos pelos índices IGC (Índice de Governança Corporativa) e IBOV (Índice BOVESPA).

H1 (hipótese alternativa): existe correlação positiva e significativa entre os retornos gerados pelas ações ordinárias das 22 empresas que compõem o Novo Mercado e os retornos medidos pelos índices IGC (Índice de Governança Corporativa) e IBOV (Índice BOVESPA).

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva é chamado de Governança Corporativa. O Conselho de Administração, a Auditoria e o Conselho Fiscal, são as ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão.

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), Governança Corporativa:

É o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2006).

Para Pinheiro (2003), a governança corporativa é o tema da moda, um nome pomposo para se referir à estrutura da administração de uma sociedade, a

forma de escolha dos seus administradores e a divulgação de informações da companhia para seus acionistas e o mercado.

A empresa que utiliza boas práticas de Governança Corporativa impõe ao Conselho de Administração, representante dos acionistas ou cotistas, o papel de estabelecer as estratégias, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a Auditoria independente.

Além de instalar a equidade de poder nas companhias, o Conselho exerce a função, de fato, de controlador da propriedade, certifica os sócios de uma

gestão transparente e responsável pelos resultados, o que define a boa Governança Corporativa.

Vários países adotam códigos das melhores práticas de Governança Corporativa, que visa, em última análise, agregar valor para os acionistas. Este documento foi preparado, no Brasil, pelo IBGC, em maio de 1999.

Para o presidente do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Paulo Villares, quanto mais próximas as empresas estiverem das boas práticas da governança corporativa, maior será o seu valor e com mais facilidade terão acesso ao capital.

Rabelo e Silveira (1999, p. 8), sugerem, pelo fato das duas principais abordagens que originaram o que hoje se denomina governança corporativa estarem vinculadas, pelo menos, parcialmente, à teoria da firma comonexo de contratos, que o ideal seria que em uma empresa houvesse um sistema de governança corporativa que minimizasse os custos de agência, atuando em paralelo com um sistema de governança contratual que minimizasse os custos de transação.

As instituições econômicas legais que compõem a estrutura de governança corporativa devem estar voltadas para a maximização dos incentivos a investimentos que agreguem valor, isto é, os indivíduos que detêm o controle efetivo dos ativos tomem decisões que maximizem o valor de mercado desses ativos. Assim, conforme observa Rabelo (1999, p. 13):

Nosso desejo é que aqueles que de fato controlam as corporações, que tem o poder de gestão, ajam no sentido de agregar valor aos acionistas. E é claro que um elemento fundamental na definição de governança é a chamada proteção legal aos investidores.

A governança corporativa envolve a criação de mecanismos internos e externos que assegurem que as decisões corporativas serão tomadas no melhor interesse dos investidores, maximizando a probabilidade dos fornecedores de recursos obterem para si o retorno sobre o seu investimento.

O entendimento sobre governança corporativa, desta forma, passa pela compreensão do motivo pelo qual é necessária a criação desses mecanismos.

Estando nas mãos de administradores profissionais que não têm os mesmos interesses daqueles que possuem o direito residual ou a propriedade, o processo de decisão leva a necessidade de se controlar os problemas de agência através de sistemas de decisões que separam a administração e controle das decisões importantes em todos os níveis de organização.

Os mecanismos desta separação incluíram:

a) hierarquias de decisão onde as iniciativas de decisão de níveis menores passariam acima primeiramente para ratificação e depois para monitoração;

b) conselhos de administração que ratificam e monitoram as decisões mais importantes da empresa e contratam, demitem e compensam os administradores de níveis mais altos;

c) estruturas de incentivo para promoverem monitoramento mútuo entre os administradores.

É necessário que haja duas condições básicas para as questões corporativas serem aplicadas:

1) existência de problemas de agência ou conflitos de interesses, envolvendo membros da organização, ou seja, proprietários, administradores, empregados ou clientes;

2) presença de contratos incompletos, graças à existência de custos de transação.

De acordo com Rabelo (1999), pode-se dizer que um país possui um sistema de governança corporativa eficiente se ele tem instituições econômicas eficientes de proteção aos investidores, assegurando um fluxo constante de investimentos externos às corporações, permitindo sua expansão. Essa é uma finalidade básica de um mecanismo de governança que permite o crescimento

das corporações, isto é, que elas obtenham no mercado financiamentos para as suas atividades que agreguem valor.

2.1 Governança Corporativa e o Desempenho Financeiro

Para Van Home (1995, p.759), toda e qualquer empresa deve ser monitorada (intrinsecamente e em relação aos seus concorrentes) quanto à geração de lucro e agregação de valor a todos os seus fornecedores de capital. Assim, tem-se uma idéia mais adequada de seu desempenho financeiro e, conseqüentemente, da contrapartida gerada aos investidores, quer seja, na forma de remuneração de lucros ou perdas por prejuízos na atividade operacional.

Dentre os sinalizadores ou indicadores de desempenho contábil-financeiro monitorados pelos proprietários e demais fornecedores de capital à empresa, destacam-se os relacionados por Santos (2003, p.84-99): liquidez, alavancagem, imobilização, rotatividade, lucratividade, rentabilidade, cobertura e relação preço/lucro.

A partir da associação dessas informações quantitativas com as de caráter qualitativo (ex.: administração, clientes, fornecedores, concorrência, setor, riscos sistêmicos etc), tem-se uma idéia da eficiência e eficácia dos gestores do negócio na geração de caixa para pagar os compromissos junto aos *stakeholders* (ex.: fornecedores, funcionários, debenturistas, bancos etc.) e *stockholders* (proprietários). Além desse compromisso, Copeland, Koller e Murrin (2002, p.15), e Merton e Bodie (1999, p.171) destacam que a maioria das companhias de capital aberto de hoje tem o objetivo declarado de criar valor para seus acionistas.

Para isso, é fundamental que tanto os donos quanto os agentes tenham acesso às mesmas informações para que possam precificar adequadamente suas recompensas ou prêmios por investir na empresa. Atribui-se, assim, importância à existência de sistemas de informações gerenciais que possibilitem o conhecimento imediato da posição de ativos, passivos e patrimônio líquido da empresa.

Não se disponibilizando informações confiáveis e nem se criando o ambiente para que todos os supridores de capital interajam, surgem as condições para as práticas de informação assimétrica e oportunismo, que tanto interferem no custo de capital das empresas, bem como em seu valor.

2.1.1 Estudos relacionando Governança Corporativa e os Preços das Ações

Os resultados do estudo realizado por Gompers et al. (2003) nos Estados Unidos, feito em 1.500 empresas entre 1990 e 1999, claramente mostram que empresas bem governadas (*well-governed*) obtêm resultados mais expressivos na performance financeira e no preço de ações do que aquelas com governança não adequadas (*poorly governed*). O autor do estudo salienta ainda que estes resultados devem encorajar os investidores em empresas americanas a considerar a governança corporativa em suas decisões.

Na Europa, estudo liderado por Drobetz et al. (2003), realizado na Alemanha, analisou o impacto da governança corporativa sobre o valor das ações no período de 1998 a 2002. O resultado foi surpreendente: as empresas bem governadas obtiveram resultados anuais maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança.

No Brasil o trabalho de Carvalho (2003) adotou a abordagem de estudo de evento para a avaliação da migração (adesão das empresas do mercado tradicional para as melhores práticas de governança, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) sobre o preço das ações. O método consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e compará-los com os retornos de fato observados. O autor concluiu que a migração teve um efeito positivo sobre o preço das empresas.

Utilizando o índice Deminor Ratings (<http://www.deminor.org/>) e separando as empresas por decil, considerando decil 1 e 2 com boa governança e decil 9 e 10 como pouca ou nenhuma governança, Bauer et al. (2003) realizaram um estudo empírico para determinar se a governança corporativa

influencia no valor da empresa e das ações, avaliando empresas européias entre 1997 e 2000. Conforme resultado do estudo, as empresas com boa governança obtiveram 2,97% a mais de retornos anuais.

Dada a importância do assunto para a comunidade acadêmico-empresarial, consideramos como oportuna a ocasião para desenvolver o trabalho para o mercado brasileiro, e quiçá, extrair conclusões quanto ao comportamento dos preços das ações das empresas selecionadas, após a adesão ao Novo Mercado da BOVESPA.

2.2 Mecanismos de Governança Corporativa

Os mecanismos de governança podem ser classificados dentro de quatro categorias de forças de controle sobre uma empresa:

- 1) o ambiente legal, político e regulatório;
- 2) o mercado de capitais e de fusões e aquisições;
- 3) o mercado competitivo do setor de atuação;
- 4) os mecanismos internos.

Analisando cada um dos mecanismos individualmente, precisa-se saber se o mecanismo efetivamente age no intuito de minimizar o desalinhamento entre os interesses dos administradores e acionistas e se o mecanismo em questão impacta no valor e/ou desempenho da empresa de forma significativa.

De acordo com Santos (2003), as regras de governança corporativa, em sentido mais específico, tratam das práticas de relacionamento entre acionistas, conselheiros de administração, diretores, conselheiros fiscais, auditores independentes, investidores, analistas de investimento, órgãos reguladores e mercado.

A maioria das evidências de que administradores nem sempre agem no interesse dos acionistas vem dos estudos de eventos realizados na literatura de finanças.

Teoricamente, se a hipótese de que um mecanismo minimiza o desalinhamento de interesses entre administradores e acionistas for verdadeira, a hipótese de que o mecanismo também impacta positivamente no valor e/ou no desempenho da empresa deve ser verdadeira.

Porém, os estudos empíricos dificilmente podem dar uma resposta consistente mesmo que essa hipótese seja verdadeira, pois apesar do estudo sugerir uma relação entre um mecanismo de governança corporativa e valor da empresa, essa relação pode ser espúria pelo fato de haver endogeneidade nas variáveis.

Quando uma corporação é gerida por indivíduos que não estão conseguindo bom desempenho, ou seja, os controladores estão abaixo do esperado no mercado, um mecanismo de governança corporativa eficiente é aquele que consegue contestar o controle desses indivíduos, eventualmente retirando-lhes esse controle e transferindo-o para indivíduos melhor capacitados a agregar valor para os acionistas. Essa seria, de acordo com Rabelo (1999, p. 16), “uma questão de eficiência dinâmica de um sistema de governança corporativa, a capacidade, de fato, de transferir o controle, contestar o controle dos gestores e transferi-lo, quando se fizer necessário, para os mais capacitados a exercê-lo”.

O objetivo ao tentar relacionar os mecanismos de governança corporativa com o desempenho de uma empresa, é identificar uma relação simplificada dentro de um conjunto complexo de inter-relações.

Ao mesmo tempo em que haveria uma correlação presente entre as variáveis, muitas delas possivelmente influenciam o desempenho da empresa.

2.3 Governança Corporativa no Brasil

Apesar de as principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas sobre governança corporativa no Brasil realizadas pelo IBGC (2005), permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, com as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- Alta sobreposição entre prioridade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- Estrutura informal do conselho de administração, com ausência de comitês para tratamento de questões específicas, como auditoria ou sucessão.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Segundo Mônaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm

em média, 88% das ações com direito a voto, emitidas. Já Leal e Valadares (2002, p.9) constatam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% destas ações. A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se de entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

Segundo Leal e Valadares (2002, p.10), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, os autores argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa e, conseqüentemente, aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Desta forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil pois, apesar de grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

Como decorrência da grande concentração de poder, os membros do conselho de administração são em sua grande maioria indicados pelo acionista controlador. Esta situação reduz a possibilidade de uma postura ativa e independente dos conselhos, que é necessária para o cumprimento de suas

atribuições legais de fixação da orientação geral dos negócios e fiscalização da gestão dos executivos em prol de todos os acionistas.

Nas empresas familiares, em geral, os conselheiros não são profissionais, sendo indicados pelo controlador por laços familiares ou pessoais, prejudicando a qualidade da análise das questões estratégicas da companhia. Nas companhias abertas recém privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional. Nas empresas estatais, geralmente o conselho é composto por ocupantes de altos cargos públicos indicados por razões políticas, com baixa disponibilidade para tratamento das questões corporativas. A constatação de Mônaco (2000, p.158), de que, em média, as estatais possuem 2,25 conselheiros a mais do que as empresas de controle privado nacional sugere um papel mais político e de representatividade a diversos segmentos nos conselhos das empresas estatais. Em todos os tipos de empresas, a maioria dos membros do conselho é composta por pessoas externas às empresas mas não profissionais, resultando em baixa quantidade de informação sobre a empresa e na presença de conflito de interesses pela defesa de algum acionista em específico. Estas características dos conselheiros prejudicam o desempenho do conselho na defesa do interesse de todos os acionistas.

A remuneração variável dos conselheiros, fator considerado importante pelos principais códigos de governança como motivador para um melhor desempenho do conselho, não é adotada pela grande maioria das empresas brasileiras, corroborando a hipótese de um papel mais consultivo e figurativo do que profissional por parte do órgão.

Algumas mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo de

governança brasileiro, principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do conselho de administração.

Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, algumas iniciativas institucionais e governamentais também vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

- A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995;
- A aprovação da lei número 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das S.A.;
- A criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- O estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- A definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

De acordo com Santos (2003), desde que o tema governança corporativa saltou dos bancos acadêmicos para a prática, um ciclo de intensas discussões e mudanças é assistida, fomentada pela atuação de organismos multinacionais, tais como OCDE e Banco Mundial.

Implementaram-se no Brasil e demais países, desde lá até agora, reformas na legislação societária, criaram-se iniciativas e programas governamentais de apoio à adoção de boas práticas de governança corporativa e produziram-se milhares de páginas de pesquisas, literatura especializada e extensas bibliografias.

De acordo com o IBGC (2004), “o modelo empresarial brasileiro encontra-se num momento de transição”. Caminhamos de oligopólios, empresas de controle e administração exclusivamente familiar e controle acionário definido e altamente concentrado, com acionistas minoritários passivos e Conselhos de Administração sem poder de decisão, para uma nova estrutura de empresa, marcada pela participação de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

Existem vários fatores de pressão a favor dessas mudanças, como as privatizações, o movimento internacional de fusões e aquisições, o impacto da globalização, necessidades de financiamento e, em consequência, o custo do capital, a intensificação dos investimentos de fundos de pensão e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Assim, em grande parte do Brasil, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, são reduzidos, pois apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto, ações preferenciais, e a utilização de esquemas piramidais, faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa, gerando uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

2.3.1 A Criação do IBGC e a Nova Lei das S/A's

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995, com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, tanto as por ações, abertas ou fechadas, empresas limitadas ou civis, de forma a melhorar o desempenho e facilitar o acesso ao capital, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema.

Suas principais recomendações são referentes à manutenção ou obtenção da paridade uma ação/um voto, recomendando mesmo às empresas que tenham ações preferenciais sem direito a voto a transformarem em ações ordinárias ou estenderem mesmo que parcialmente o direito de voto. A extensão do direito de preço aos minoritários em caso de alienação de controle ou fechamento de capital, é outra recomendação importante.

No mesmo ano, o IBGC lançou o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do país, de forma a acompanhar a movimentação dos agentes de mercado em paralelo às alterações na legislação, sendo que tais práticas, conforme a cartilha define, significaria o uso de padrões de conduta superiores ao exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM, sem que constituísse uma norma cujo descumprimento fosse passível de punição.

De acordo com Santos (2003), o IBGC lançou, em abril de 2001, a edição revista e ampliada de seu Código de Melhores Práticas, e sua principal recomendação em relação à estrutura de propriedade das empresas abertas, é a de não elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecida pela lei 10.303/01, para as companhias abertas que já possuem mais de 50% de seu capital com ações preferenciais, já que este limite é válido legalmente para novas companhias ou companhias fechadas que queiram abrir o capital.

O código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito a voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, recomenda-se atribuir-lhes esse direito.

A obrigatoriedade de instituição de um Comitê de Auditoria, formado em sua totalidade por conselheiros independentes, com qualificação de especialistas em finanças, é uma das inovações polêmicas dessa nova lei.

O argumento, de acordo com Santos (2003), é que o nosso Conselho Fiscal estaria apto a desempenhar as funções atribuídas àquele órgão pela lei.

A Lei lhe reserva uma posição de destaque, em favor da independência, ao concentrar nesse Comitê o tratamento de todas as questões relativas à contabilidade e auditoria.

A Nova Lei das SAs, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinários minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;

- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;

- O direito dos preferencialistas de elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;

- O direito dos acionistas minoritários de elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto;

- A possibilidade de participação no conselho de administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;

- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;

- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Apesar de alguns avanços, a Nova Lei das SAs teve no artigo 118 um retrocesso com relação às boas práticas de governança corporativa. Este artigo, que regulamenta o acordo de acionistas, estabelece no parágrafo oitavo que o voto do conselheiro representante do grupo ligado por acordo de acionistas, retirando a liberdade e independência do conselheiro e confundindo seu papel com o do acionista.

A consolidação da figura do controlador pode ser considerada outro retrocesso na Nova Lei das SAs, com o termo aparecendo 25 vezes no projeto aprovado, mesmo número de aparições do termo nos 300 artigos da lei vigente. Em suma, a Nova Lei das SAs trouxe alguns avanços na defesa dos acionistas minoritários, mas não pode ser considerada uma legislação que promoveu o fomento do mercado de capitais brasileiro, principalmente após frustrar boa parte do mercado com o veto de 10 artigos e 27 parágrafos na data de sua aprovação.

2.3.2 Cenário Legal e Regulatório da Governança Corporativa no Brasil

Segundo Silveira (2002) a abordagem legal, com relação à proteção do investidor encorajaria o desenvolvimento dos mercados de capitais porque os investidores tendem a pagar mais pelos títulos quando são protegidos da expropriação, tornando mais atrativa a sua emissão por parte dos empreendedores. Desta forma, o direito dos credores encorajaria o desenvolvimento do mercado de ações.

Segundo Araújo e Espósito (2004), o sistema legal brasileiro que tem como base o código romano é classificado como Código de Leis Civil, onde três

principais leis regem a estrutura e funcionamento do mercado de capitais e ativos financeiros, e os principais aspectos de gestão empresarial, são eles: a Lei de Mercado, Lei das Sociedades por Ações e a Lei de Falências. Estas leis são normalmente complementadas por resoluções ou instruções legais elaboradas pelas agências reguladoras, como a CVM, o Banco Central e as Bolsas de Valores, bem como pelo próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 27 de novembro de 1995.

A Lei de Mercado regula o mercado financeiro, de capitais e seu corpo regulatório. A Comissão de Valores Mobiliários estabelece a legislação sob as quais mercado é controlado. A Lei das Sociedades por Ações fornece as bases legais que determinam os aspectos de operação e gestão das companhias, tanto para o setor público como para o setor privado. Em outubro de 2001, a Lei das Sociedades por Ações foi expandida com a entrada em vigor da Lei 10.303, que trouxe várias mudanças com relação aos aspectos de governança, dentre eles podemos destacar:

- Estrutura e composição do conselho de administração;
- Processo de escolha dos membros que irão compor o conselho;
- Direito dos acionistas minoritários como o *tag along*;
- Compra das ações dos acionistas minoritários por um preço justo quando do fechamento do capital de uma empresa aberta;
- Resolução dos conflitos de interesse e abuso por parte do acionista majoritário;
- Manutenção dos direitos dos acionistas preferenciais;
- Direito de voto;
- Política de dividendos;
- Lei de falências;
- Resolução de conflitos por arbitragem.

2.4 O Conselho de Administração

Em teoria, o Conselho de Administração é o mecanismo mais direto de controle dos administradores por parte dos acionistas, sendo aceito inclusive do ponto de vista jurídico. Tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários.

São os acionistas que elegem seus membros, que têm a função de contratar, demitir, compensar e monitorar a alta administração e executivos da empresa, em nome dos acionistas.

O termo governança corporativa chega a ser associado por vários agentes de mercado, como sinônimo de papel ativo e independente do Conselho de Administração, embora o tema possua uma amplitude bem maior e o conselho seja somente um dos elementos componentes do sistema de governança das empresas.

Os membros do Conselho de Administração, até pouco tempo, eram os amigos do sócio controlador ou pessoas ilustres que o auxiliavam no traçado da estratégia da empresa, sem se imiscuir na sua administração.

Conforme Pinheiro (2003), essa era a situação das companhias abertas e ainda é a situação da maioria das companhias fechadas, além de que a maioria dos membros de conselho de administração nem fazia idéia das suas obrigações como membros de tais conselhos.

Apesar de existirem poucos estudos sobre a formalização teórica do papel dos conselhos, foram conduzidos muitos estudos empíricos, na tentativa de identificar as características e fatores que afetam sua função e consequente efeito no monitoramento e desempenho das empresas.

Os membros do conselho de administração, com raras exceções, nas empresas familiares fechadas, são os próprios membros da família, lá colocada pelo patriarca e empresário, como forma de fazê-los não atrapalharem os administradores e pagar a eles uma remuneração, e se imiscuindo nos negócios da sociedade.

O processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, das quais duas devem ser de exclusiva responsabilidade do conselho: a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão.

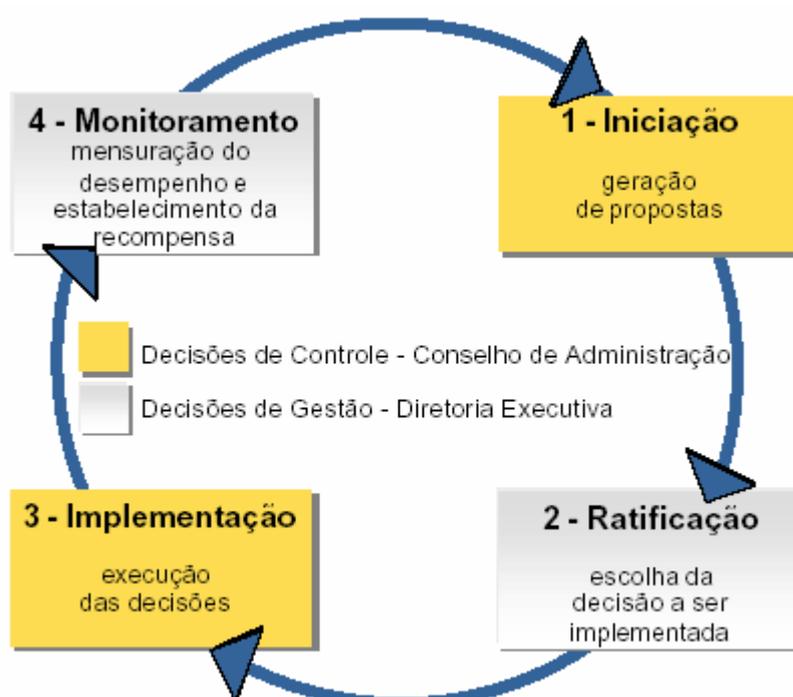


Figura 2 - O processo decisório da alta gestão.

Ambas as etapas, como a iniciação e implementação são alocadas aos mesmos agentes, podem ser combinadas sob a denominação decisões de gestão, da mesma forma que as etapas de ratificação e monitoramento podem ser combinadas sob a denominação decisões de controle.

Como os responsáveis pelas decisões de gestão nas companhias com separação da propriedade e controle não arcam com os efeitos totais da perda de riqueza resultante de suas decisões, é necessário que as decisões de controle

sejam alocadas em outros agentes que a executem de maneira eficaz para garantir a sobrevivência da corporação.

O tamanho e a independência são as duas características dos conselhos que parecem ser mais importantes. As evidências apontam entre os estudos, para conselhos menores e com maior proporção de conselheiros externos como os mais efetivos no monitoramento da administração.

Por outro lado, importante observar que a evolução dos mercados cria sempre novas situações que devem merecer a atenção dos órgãos reguladores para que possam proceder a uma rediscussão periódica não só da legislação que define as responsabilidades e direitos dos participantes do mercado, como também dos atos regulamentares, entre outras questões.

Um dos objetivos da governança corporativa é a busca do estabelecimento de diretrizes que propiciem tanto o desenvolvimento das companhias como atendimento dos interesses dos acionistas.

3 MERCADO ACIONÁRIO

Conforme Soares (2003, p. 4), “as pessoas físicas, jurídicas e o governo têm necessidades e recursos financeiros disponíveis distintos”. O local onde acontece a junção de duas pontas com interesses convergentes é o mercado financeiro, onde existem os que necessitam (tomadores) e os que possuem (poupadores) tais recursos. O mercado financeiro permite o ajuste permanente das necessidades e das capacidades de financiamento dos agentes econômicos – empresas, instituições financeiras, particulares, Estado e coletividades públicas, tendo assim uma grande utilidade dentro da sociedade moderna, sendo necessária porém, a intervenção de diversos agentes, para que ele funcione a contento.

Para Andrezo e Lima:

O mercado financeiro é composto pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertados para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado. (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 3)

Pode-se assim dizer, segundo os autores, que “o mercado financeiro é o local onde o dinheiro é gerido, intermediado, oferecido e procurado, por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas”.

Conforme Peixe (2003, p. 19), uma das formas em que o mercado financeiro funciona é através de empréstimos diretos entre as partes interessadas, ou através de intermediação de agentes financeiros, que são facilitadores na compra, venda e ajuste de preços, recebendo, processando, interpretando e disseminando informações para potenciais compradores e vendedores.

De acordo com Soares (2003, p. 4), é oportuno observar que este mercado está intimamente ligado com o crescimento da produção e, em consequência com o crescimento econômico do país, que para se maximizar, não são suficientes apenas bons projetos de investimentos e poupança abundante, e sim que o sistema financeiro funcione de modo eficiente, alocando os recursos disponíveis para os projetos mais produtivos e, para isso acontecer, é preciso que haja um mercado financeiro desenvolvido e sofisticado.

Para Machado e Diniz (2003, p. 10), “um mercado acionário saudável e em contínua evolução possibilita ao país benefícios que vão além de uma simples fonte alternativa de novos recursos para as empresas”. Podem-se destacar entre os principais benefícios sociais relacionados ao processo de fortalecimento do mercado de ações, além dos novos investimentos financiados pelo mercado acionário, por exemplo, a geração de novos empregos, a expansão da economia e, conseqüentemente, das empresas.

As instituições do mercado de ações, no quadro geral do sistema de intermediação financeira do Brasil e, mais especificamente, no segmento do mercado de capitais, segundo Lopes e Rossetti (1998, p. 465), movimentam

volumes de poupança ainda pouco expressivos se considerados em relação ao total da poupança financeira bruta interna. Não surpreende a expressão ainda reduzida do mercado acionário, a despeito da estrutura capitalista de produção e de acumulação do país, onde “a consolidação desse mercado corresponde, em geral, à última etapa do processo de evolução da intermediação financeira”.

A poupança a longo prazo é incentivada pelo direcionamento de recursos dos poupadores para os investidores através do mercado acionário além de existir uma correlação direta entre a formação de poupança e o desenvolvimento econômico.

Para Soares (2003), o mercado financeiro é dividido em dois grupos, considerando-se principalmente, os prazos das operações: o mercado monetário, onde se negociam títulos de renda fixa com prazo inferior a um ano, e o mercado de capitais, onde se pode adquirir um título de renda fixa a longo prazo, tornando-se assim credor de alguma companhia, ou investindo em ações, e assim tornando-se sócio. A convergência de interesses entre as empresas e os indivíduos, também podem ser observadas no mercado de capitais, onde as empresas são carentes de recursos, de preferência a baixos custos e prazos maiores, e os indivíduos possuem recursos e para que lhes proporcionem rentabilidade e liquidez, têm interesse em alocá-los.

Lopes e Rossetti (1998, p. 466) afirmam que a eficiência na alocação de recursos e o grau de desenvolvimento do mercado de capitais podem ser mensurados através da importância relativa de cada uma das formas de processo de canalização das poupanças, e à medida que o mercado se desenvolve, o mecanismo direto é substituído por mecanismos indiretos, iniciando-se o processo com a intermediação governamental, sendo seguido pela intermediação via mercado financeiro, até uma etapa mais moderna, baseada na canalização de poupanças via bolsas de valores ou por subscrição direta de ações.

Martone et al citados por Andrezo e Lima afirmam o seguinte:

O mercado financeiro nada mais é do que um grande fundo, do qual se pode sacar, ou no qual se pode depositar recursos. É nele que se determina uma das variáveis cruciais da economia – a taxa

de juros – que representa os termos em que se podem realizar transferências intertemporais de recursos. A demanda de fundos é a demanda das unidades econômicas (indivíduos, empresas ou governo) que pretendem antecipar seus recursos futuros para o presente. A oferta de fundos é a oferta das unidades econômicas que desejam transferir recursos para o futuro. Do balanço entre demanda e oferta, para vários tipos de recursos e para várias maturidades, determina-se o espectro das taxas de juros ou os termos em que, em cada instante, cada uma dessas transferências pode ser realizada. (MARTONE et al apud ANDREZO; LIMA, 1999, p. 3).

Soares (2003, p. 5) complementa afirmando que um dos agentes responsáveis pelo funcionamento do mercado de capitais, em especial o de ações, são as Bolsas de Valores, onde são negociadas as ações das empresas de capital aberto. A responsável por fornecer estrutura para negociação das ações no Brasil é a BOVESPA, maior centro de negociação com ações do Brasil e da América Latina. E é neste ambiente que foi criado e está situado o Novo Mercado, segmento que é foco principal de nossos estudos.

3.1 Sobre as Ações

De acordo com Fortuna (1999, p. 371), “uma ação representa a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações”, podendo-se dividir o mercado de ações em duas etapas: o mercado primário, quando se fala em *underwriting* e o mercado secundário, no qual as ações são comercializadas através das bolsas de valores.

O autor complementa:

As ações são títulos representativos do capital social de uma companhia que, no caso, é dita aberta por ter seus títulos negociados em bolsas de valores e, portanto, sujeita a uma série de exigências quanto ao fornecimento de informações junto ao

público. Tem de se sujeitar a todas as regras de *disclosure*. (FORTUNA, 1999, p. 371).

Para Soares (2003, p. 5), “ações são títulos representativos da menor fração do capital social da empresa Sociedade Anônima (S.A.)”. O dono das ações, ou seja, o acionista, não é um credor e sim um proprietário que tem direito à participação nos resultados da empresa. Uma ação não tem prazo de resgate e a qualquer instante, pode ser negociada e convertida em dinheiro, podendo assim o acionista, modificar sua participação a qualquer momento.

Assaf Neto citado por Soares (2003), explica que as ações são classificadas basicamente em ordinárias, que conferem ao seu proprietário o direito de voto na assembléia de acionistas da empresa, podendo eleger ou destituir membros do Conselho de Administração, do Conselho Diretor e do Conselho Fiscal, reformar o estatuto social, autorizar emissões de debutantes e aumento de capital social, votar contas patrimoniais, entre outros poderes; e preferenciais, que conferem ao seu proprietário prioridade no recebimento de dividendos, geralmente superiores aos acionistas ordinários, e prioridade no reembolso de capital, na hipótese de dissolução da empresa.

Conforme Fortuna (1999, p. 371), o preço de uma ação em bolsa é resultado das condições de mercado, oferta e demanda, que refletem as condições de estrutura e comportamento da economia do país e específicas da empresa e de seu setor econômico. As ações normalmente traduzem as expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas do país e aos destinos das empresas abertas, conseqüentemente.

As tendências de preço das ações são estudadas por duas escolas, a Gráfica e a Fundamentalista, que se conjugam para uma decisão. A primeira baseia-se na análise gráfica, quer seja pelo método de barras ou de ponto figura, sendo que os volumes e os preços pelos quais foram comercializadas as ações nos pregões anteriores, servem como base. A segunda baseia-se nos resultados setoriais e específicos de cada empresa, dentro do contexto da economia nacional e internacional.

A análise gráfica, também conhecida como grafista ou técnica, conforme Machado e Diniz (2003), é uma ferramenta que norteia a atuação na gestão de fundos e carteiras, através de modelos de análise integrada de preços, volumes negociados e tempo, que visam a identificação do “timing” para o posicionamento nos diferentes mercados, indicando quando comprar ou vender ativos nos mercados financeiro e de capitais a curto prazo.

Já a análise fundamentalista segundo os autores é utilizada como ferramenta para a análise de ativos, sendo que os índices, tais como lucro sobre o patrimônio líquido entre outros, são sua maior fonte de dados. Uma análise macroeconômica e política, para a definição das diretrizes gerais de atuação, bem como os fatores positivos e negativos que poderão influir no comportamento dos diversos mercados, também é recomendada para um melhor aproveitamento das informações, indicando o que comprar / vender dentre os diversos ativos disponíveis nos mercados a longo prazo.

De acordo com Bueno (2000, p. 9), “à medida que se reduzir o viés para títulos de renda fixa, tornar-se-á mais claro o leque de oportunidades de investimentos disponíveis, entre eles as ações. Ainda que via fundo de investimentos, a seleção da ações pode não ser uma tarefa simples, e uma das maneiras de se decidir sobre que ações comprar, manter ou vender, seria adquirir ações que pagam grandes montantes de dividendos vis-à-vis a seu preço de mercado.

3.2 Os Indicadores

De acordo com Fortuna (1999), os principais indicadores diretos que influenciam os investidores na decisão de aquisição ou venda de uma ação são os seguintes:

- 1) o beta como índice da bolsa – movimento da ação em relação ao movimento do índice;
- 2) o preço da ação no mercado;

- 3) o lucro por ação;
- 4) o índice preço / lucro;
- 5) o índice preço / valor patrimonial da ação;
- 6) o índice dividendo / preço de mercado da ação – *cash-yield* ou *dividend yield*;
- 7) o índice dividendo / lucro – *pay-out*;
- 8) índice preço / fluxo de caixa operacional.

Este último índice indica quantos anos são necessários para a empresa gerar caixa equivalente ao valor total de suas ações, sendo o índice privilegiado no mercado internacional. Logicamente que o que lhe dará os melhores indicadores para qualquer decisão é uma cuidadosa análise dos últimos balanços.

Podemos notar que a condição da empresa estar figurando em um ambiente comprometido com as práticas de governança corporativa não é citado como fator indicador para compra de ações desta empresa, porém implicitamente concluímos que se este comprometimento fizer o valor dessas empresas terem uma alta valorização, ele poderá sensibilizar os investidores positivamente no futuro.

3.3 O Mercado de Ações Brasileiro

De acordo com Carvalho, citado por Soares (2003), aparentemente, o mercado de ações brasileiro passou por uma fase de crescimento nos anos 90, verificando-se também um grande crescimento da capitalização, do volume negociado e das emissões primárias, fortemente influenciados pela entrada de capitais estrangeiros. Porém, uma vez que o número de empresas negociadas em bolsa já vinha se reduzindo desde o início da década, este crescimento era

ilusório, verificando-se uma concentração no volume transacionado e nas emissões primárias no fim dos anos 90.

A despeito da evolução e da compartimentalização do sistema de intermediação financeira, muitas das quais procuraram criar novas bases institucionais para o desenvolvimento do mercado de capitais, no Brasil, o segmento do mercado de ações tem revelado um dinamismo para atrair poupanças não equiparável ao dos demais segmentos do sistema financeiro doméstico (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 467).

No início da década de 90, principalmente devido ao ingresso de capitais estrangeiros, o mercado de capitais no Brasil, segundo Soares (2003, p. 15), passou por um ciclo de expansão, porém, com uma grande retração nos final da década, que, freqüentemente é atribuída à presença de altas taxas de juros, que acabam tornando os investimentos de renda variável menos rentáveis se comparados ao de renda fixa. Mesmo sendo obstáculo para o desenvolvimento do mercado de capitais, o desaparecimento ou redução desses fatores conjunturais de natureza macroeconômica não são suficientes para o desenvolvimento do mercado acionário. É preciso que se verifiquem os problemas estruturais como a pobre governança corporativa e a ineficiência do sistema judiciário para que se promova o crescimento equilibrado e sustentado do mercado de capitais no país.

A valorização e liquidez das ações no mercado são positivamente influenciadas pelo grau de proteção oferecido aos acionistas e pela qualidade e transparência das informações prestadas pelas empresas.

A estrutura econômica brasileira, segundo Bueno (2000, p. 5), se caracterizava por ser extremamente fechada, com alto grau de intervenção estatal, intenso controle sobre os fluxos de capitais internacionais e por padecer de um crônico problema de processo inflacionário crescente. De forma tardia se comparado a outros países em desenvolvimento, o Brasil começou na década de 90 a adotar medidas de desregulamentação, modernização e desintervenção, parecidas às outras nações que enfrentaram os mesmos problemas, visando

retornar aos mercados financeiros internacionais e conseqüentemente atrair moedas fortes.

A evolução do mercado de ações está estritamente ligada ao amadurecimento econômico do país, ao reflexo do aumento de confiança tanto dos investidores residentes quanto dos internacionais, pois, se existe fluxo de recursos, quer dizer que outros países estão transferindo suas poupanças para o país destinatário dos recursos, se transformando em fonte extra de financiamento para as empresas. Quanto maior o grau de credibilidade e regulação dos mercados locais, menor será a volatilidade no fluxo de tais recursos (MACHADO; DINIZ, 2003, p. 11).

Conforme Lopes e Rossetti (1998), fora a constatação de que esse mercado só se desenvolve amplamente como a última etapa do processo de amadurecimento dos sistemas domésticos de intermediação financeira, no caso do Brasil, existem limites rígidos para a expansão do mercado acionário, e Moura da Silva, citado pelos autores, aponta pelo menos três fatores limitadores do desenvolvimento do mercado de ações no país:

1) Concentração da coleta financeira pelo Estado: a pouca expressividade do mercado acionário é conduzida pela coleta da poupança financeira no país, com remuneração real mínima garantida pelo Estado. O poupador, do ponto de vista da demanda de ações, entre uma aplicação de rendimento incerto e sujeita a drásticas flutuações de curto prazo em um ambiente inflacionário, e uma aplicação em um ativo de remuneração garantida pelo Estado, não se mostra motivado, o que é natural, a reter ações como parte de sua riqueza;

2) Favorecimento do endividamento: a presença de agências favoreceu o endividamento das empresas, pois a concessão de créditos seletivos, a juros reais não raro negativos, levou as empresas a optarem por financiar seus investimentos através da captação de recursos de agências estatais em condições preferenciais, desta forma, a oferta de novas ações foi desestimulada nos grandes momentos da formação econômica do país;

3) Estrutura da grande empresa privada nacional: esta que em tese, seria a base do mercado acionário, quase sempre é de estrutura familiar e de capital

não aberto, e não têm encontrado razões para recorrer mais amplamente ao capital de risco, permanecendo fechadas quanto à sua estrutura de capital.

Segundo o autor, o inexpressivo montante de novas emissões de capital no país, é explicado por esse conjunto de fatores, onde em 1996, as emissões de ações registradas no Banco Central e na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) eram de R\$ 9.172 milhões, correspondente a 3,89% do total dos empréstimos concedidos ao setor privado pelos intermediários financeiros bancários e R\$ 235.366 não bancários. No ponto de vista de sua organização institucional, porém, o mercado de ações encontra-se satisfatoriamente estruturado no país, particularmente devido as disposições da Lei n. 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais, da Resolução n. 39/66 do Banco Central, que disciplinou a constituição, a organização e o funcionamento das Bolsas de Valores, e da Lei n. 6.385/76, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM.

3.4 Retorno e Riscos de Investimento em Ações

De acordo com Goulart (2003, p. 74), quando existe a probabilidade de experimentar retornos diferentes do que se espera existe risco, tanto de ocorrência de resultados inferiores quanto de ocorrência de resultados superiores ao esperado. Porém, segundo o autor, as definições tendem a enfatizar as chances de resultados negativos como aqueles que podem representar prejuízo ou serem inferiores ao esperado, como por exemplo na obtenção, em um investimento, de retorno de 10% ao ano contra uma expectativa de 14%. Desta forma o risco é a probabilidade de se ter ou não ocorrência de um resultado futuro esperado ou não esperado, também podendo ser definido como a possibilidade de prejuízo financeiro.

Para Damodaran:

As questões de como o risco é medido, como é recompensado e quanto risco assumir são fundamentais em cada decisão de investimento, desde a alocação de ativos até a avaliação. (DAMODARAN, 1997, p. 25).

Morgan citado por Sain (2001, p. 13) enuncia que “risco é definido como o grau de incerteza em relação a retornos líquidos futuros e pode assumir diversas formas baseadas na fonte de incerteza”, como por exemplo:

a) Risco de crédito: perda potencial devido à incapacidade da contraparte de cumprir suas obrigações;

b) Risco operacional: risco ocorrido graças a erros nas instituições de pagamento ou liquidação de transações;

c) Risco de liquidez: risco refletido pela falta de habilidade da firma de financiar os ativos sem liquidez;

d) Risco de mercado: envolve a incerteza em relação aos ganhos futuros resultantes das oscilações nas condições de mercado, como preços de ativos, taxas de juros.

Sain (2001, p. 16) comenta que ao consultar a bibliografia, percebe-se que muitos autores conceituam risco como sendo algo relacionado à possibilidade ou probabilidade de perda, enquanto alguns utilizam o termo para a indicação de um grau de incerteza tanto em relação a perdas quanto a ganhos.

De acordo com Cabral:

Retorno é a referência absoluta ou relativa associada à diferença entre a meta de consumo alcançada no futuro e o consumo no presente. O conceito de retorno fornece ao investidor uma conveniente maneira de expressar a performance financeira do investimento. (CABRAL, 2002, p. 20).

O retorno em cifras, em termos absolutos ou monetários, completa o autor, é simplesmente o valor total recebido ao fim da operação de investimento, subtraído do valor investido, no entanto, é o retorno relativo que é utilizado com mais freqüência, também chamado de taxa ou percentual de retorno.

Conforme Machado e Diniz (2003, p. 12), o retorno é constituído por dois componentes, sendo que o primeiro é o rendimento corrente, que consiste em que fazer com que o retentor do ativo receba algum dinheiro enquanto está de posse do mesmo e o segundo é quando o valor desse ativo sofre algum tipo de variação, caracterizando-se por ganho ou perda de capital, que usualmente é expresso em forma percentual.

Os retornos se classificam em nominais, que não consideram a inflação como efeito para ajuste de suas taxas; e os reais, que consideram a inflação para efeito de cálculo, e se mostra muito mais completo, principalmente em países com índices de inflação elevados, pois reflete a real variação do poder aquisitivo de uma determinada população.

Machado e Diniz (2003, p. 13) afirmam que assim como os retornos, também existem dois tipos de riscos, que podem ser associados a um ativo ou a um grupo de ativos: o risco sistemático, também chamado de risco de mercado, que é do tipo que atinge o mercado como um todo ou uma grande parte dele, afetando vários grupos de ativos; e o risco não-sistemático, que afeta apenas um ativo ou um pequeno grupo de ativos, sendo muito mais específico que o anterior, e por isso também é chamado de riscos específicos.

Vale a pena explorar, como prelúdio ao exame de diferentes modelos de risco e retorno, quais os ingredientes que tornariam um bom modelo, e para Damodaran (1997, p. 25-26) deve-se fazer o seguinte:

a) Oferecer uma medida para risco que seja universal: para ser útil, uma medida de risco tem que ser aplicável a todos os investimentos, quer sejam ações ou bônus ou imóveis, já que todos competem pelo mesmo dólar de investimento. Um modelo deve oferecer uma só medida de risco que se aplique a todos os investimentos, sejam financeiros ou reais;

b) Especificar que tipos de risco são recompensados e que tipos não são: acreditar que nem todos os riscos são recompensados é uma característica geralmente aceita dos investimentos, e um bom modelo deve ser capaz de distinguir os riscos recompensados e os não-recompensados, oferecendo um raciocínio intuitivo para a diferenciação;

c) Padronizar medidas de risco para permitir a análise e comparação: uma boa medida de risco, embora o risco seja relativo, deve ser padronizada de tal forma que, ao examinar a medida de risco de um dado investimento, um investidor possa chegar a uma conclusão quanto ao risco do investimento em relação a outros;

d) Traduzir a medida de risco em retorno esperado: chegar a uma estimativa de um retorno esperado sobre um investimento, é um dos objetivos na medição de risco, tornando-se um *benchmark* que determina se o investimento é bom ou ruim, não bastando dizer que investimentos de risco mais elevado devem render retornos esperados mais elevados, sem fornecer uma estimativa específica de prêmio de risco;

e) Funcionar: este é o teste final para um bom modelo, quer dizer, precisa fornecer uma medida de risco que seja positivamente correlacionado aos retornos, ao menos a longo prazo e através do corte cruzado dos investimentos. Examinar se os retornos efetivos a longo prazo são iguais aos retornos esperados derivados do modelo, seria um teste mais exigente.

3.5 Mercado Eficiente

Conforme Machado e Diniz (2003, p. 16), “uma das principais bases do estudo financeiro é a análise da eficiência de mercado”. A informação, para um mercado onde poucos são inexperientes, atua como principal agente formador de preços de ações, que de acordo com o teor positivo ou negativo da informação, varia quase que em tempo real. A eficiência de mercado, definido de maneira conceitual, é a variação do preço através de informações relevantes. Entretanto, mesmo que de forma temporariamente curta, em alguns casos, informações falsas conseguem exercer o efeito de oscilação dos preços no mercado, principalmente para aquelas empresas que possuam alto nível de percepção de risco, devido à grande necessidade que os investidores possuem de novas informações para poderem aplicar ou captar recursos no mercado, mostrando assim a grande influência que elas têm sobre o preço.

Para Damodaran (1997, p. 184-185), “um mercado eficiente é aquele em que o preço de mercado é uma estimativa não-tendenciosa do valor real de investimento”. Não apenas com relação ao mercado que está sendo considerado, mas também quanto ao grupo de investidores abrangido, as definições de eficiência de mercado devem ser específicas. É muito improvável que todos os mercados sejam eficientes para todos os investidores, mas que um mercado específico como por exemplo a Bolsa de Valores de Nova Iorque seja eficiente com respeito ao investidor médio, é inteiramente possível, assim como também é possível que alguns mercados sejam eficientes enquanto outros não o sejam, e que um mercado em relação a seus investidores seja eficiente, mas não a outros.

No conceito de Black, citado por Silva (2003, p. 35), um mercado eficiente para uma ação é aquele aonde não existe a possibilidade de obtenção de lucro pelas pessoas que tem informações sobre uma companhia ou aquele mercado em que é difícil a obtenção de lucros para as pessoas que detêm alguma informação especial, já que os preços se ajustam rapidamente à medida que essas informações se tornam disponíveis.

Roberts e Fama, também citados por Silva (2003, p. 35-36), apresentaram trabalhos empíricos, e podem ser caracterizados em três formas de eficiência:

a) Forma fraca: através da análise dos preços históricos dos ativos, nenhum investidor poderia obter retornos em excesso; as informações contidas nos preços do passado dos ativos não teriam utilidade na obtenção de retornos extraordinários por parte de um investidor.

b) Forma semi-forte: com base em informações publicadas como relatórios anuais das empresas, anúncios de distribuição de novas ações etc, nenhum investidor conseguiria retornos extraordinários.

c) Forma forte: mesmo utilizando dados confidenciais ainda não publicados, nenhum investidor poderia obter retornos extraordinários.

Conforme Machado e Diniz (2003, p. 17), nos testes de eficiência de mercado podem ser empregados modelos de avaliação de ativos, e o modelo

mais empregado é o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que tem como premissa, que durante o período de aplicação, todo investidor maximize o retorno de seus investimentos. Todo investidor pode aplicar ou captar recursos numa taxa livre de risco, possuindo expectativas homogêneas sobre a distribuição conjunta de retornos e os mercados de capitais perfeitos. A análise dessas premissas, para tanto, leva à definição de que deve existir uma relação linear entre retorno esperado e o risco sistemático de um ativo.

3.6 A Bolsa de Valores

A origem das bolsas de mercadorias são as feiras abertas onde se negociava, principalmente, gêneros alimentícios. Esse sistema de negociação era largamente utilizado na antiguidade, onde o produtor trazia seu produto até uma cidade e procurava vendê-lo para adquirir o que lhe faltava. Posteriormente, algumas regiões se especializaram em determinados produtos, atraindo não só produtores, mas também uma nova classe: os comerciantes, que comprava as mercadorias e as distribuíam pelo país. Visando facilitar o negócio que crescia, e para fugir das intempéries do tempo, os comerciantes decidiram criar um bcal com a finalidade de comercializar determinados bens. Para isso, reuniram recursos e construíram prédios que os abrigavam e incrementaram a negociação¹.

Com o objetivo de proteger seu investimento e organizar ainda mais o mercado, esse grupo resguardava para si o direito de negociar com aquele bem nos locais por eles mantidos. Foram estabelecidos códigos de ética e de conduta para os participantes do mercado. Assim, surgiram as primeiras Bolsas de Mercadorias, onde qualquer pessoa que quisesse comprar ou vender a mercadoria, dentro daquele sistema deveria fazê-lo, obrigatoriamente, através dos membros da Bolsa.

¹ Esse sistema mais organizado de comercialização também foi responsável pelo desenvolvimento de armazéns e centros de estocagem dos produtos, contribuindo para a melhoria de toda uma atividade e da infra-estrutura mercantil.

De acordo com Silva Neto (2000, p. 25), com a organização de um sistema de Bolsa para a negociação de bens, varias vantagens surgiram, a saber: 1) transparência na formação de preços; 2) facilidade de negociação; 3) criação de centro de liquidez; 4) formalização do sistema; 5) garantias na realização e liquidação do negócio.

As Bolsas de Valores, de acordo com Assaf Neto (2003, p. 247), “constituem-se em associações civis sem fins lucrativos, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários”.

Segundo Lopes e Rossetti (1998, p. 468), as Bolsas de Valores, constituídas sob a forma de associações civis, cujo patrimônio é representado por títulos patrimoniais que pertencem às sociedades corretoras membros, são instituições para as quais convergem as operações que se realizam no mercado acionário do país.

Conforme observa Marinho (1996, p. 190), “sua principal função é organizar e manter em funcionamento o mercado de títulos e valores mobiliários”, e é formada pela Associação das Sociedades Corretoras que atua em local adequado para permitir a eficiente realização e liquidação de operações da Bolsa. A constituição e organização das Bolsas de Valores passaram a ser disciplinadas com a aprovação, pela CVM, da Resolução n. 922, de 15 de maio de 1984, sendo os seguintes os objetivos sociais da mesma:

a) manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelas corretoras membros e pelas autoridades competentes;

b) dotar de forma permanente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações;

c) estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários;

d) efetuar registro, compensação e liquidação de operações;

e) preservar os padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para as sociedades corretoras e companhias abertas, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores;

f) divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes;

g) conceder às corretoras crédito operacional relacionado com o objetivo social ora declarado, conforme a regulamentação específica editada pelas próprias Bolsas de Valores;

h) exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Conforme observa Assaf Neto (2003, p. 247), é preocupação das Bolsas de Valores, “a preservação dos valores éticos nas negociações realizadas em seu âmbito, e a divulgação rápida e eficiente dos resultados de todas as transações realizadas”.

Segundo Andrezo e Lima (1999, p. 188), a constituição de uma Bolsa de Valores depende de prévia autorização da CVM, e apesar de operar com a fiscalização da mesma, as Bolsas de Valores gozam de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, pois são consideradas órgãos auxiliares da CVM e também fiscalizam as sociedades corretoras e as operações nelas realizadas.

As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, conforme Lopes e Rossetti (1998, p. 468), no pregão das bolsas de valores operam com exclusividade, sendo instituições típicas do mercado acionário, operando com compra, venda e distribuição de títulos e valores mobiliários por conta de terceiros, efetuando lançamentos públicos de ações; administrando carteira e custodiando valores mobiliários; instituindo, organizando e administrando fundos de investimentos; operando no mercado aberto e intermediando operações de câmbio.

Para Fortuna:

A bolsa de valores, em síntese, é o local especialmente criado e mantido para negociação de valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado pelas corretoras e autoridades. Por valores mobiliários entendem-se títulos tais como debêntures, ações e outros. Hoje, no Brasil, negociam-se em bolsa basicamente ações. (FORTUNA, 1999, p. 371).

Além das corretoras e distribuidoras, operam ainda nesse sistema auxiliar os agentes autônomos de investimento, que são pessoas físicas credenciadas pelos bancos de investimentos, financeiras, corretoras e distribuidoras, que, sem vínculo empregatício e em caráter individual, por conta das instituições credenciadoras, exercem a colocação de títulos e valores mobiliários, de quotas de fundos de investimentos e outras atividades de intermediações expressamente autorizadas pelo Banco Central.

3.6.1 Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)

Na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo são negociadas ações, opções sobre ações e compra diferida de ações (mercado a termo).

Ações são títulos que representam frações do capital de uma empresa. Empresas desse tipo são conhecidas como Sociedades Anônimas e podem ser de capital fechado ou aberto e são disciplinadas pela Lei n. 6.404/76. Quando a empresa é de capital aberto, conforme Mellagi Filho (2003), é registrada como tal na Comissão de Valores Imobiliários e tem a obrigação de prestar informações periódicas ao mercado sobre seu comportamento social, econômico e financeiro

2.

De acordo com Mellagi Filho (2003, p. 238), há dois tipos de ações: a) ordinárias; b) preferenciais:

1) as ações ordinárias são as que conferem a seu titular o direito de votar nas assembleias gerais de acionistas e nas extraordinárias. Na primeira, são

² Armando Mellagi Filho, *Mercado financeiro e de capitais*, p. 228.

aprovadas as peças contábeis, bem como a destinação do resultado do exercício, e é feita a eleição dos membros da diretoria da empresa. Na segunda, são tomadas decisões que podem exercer efeitos sobre todos os acionistas, tais como: venda de imóvel, aquisição de outra empresa etc.;

2) as preferenciais são ações que não dão ao titular o direito de voto, mas tem prioridade no recebimento do dividendo e, em caso de dissolução da sociedade, tem preferência no reembolso do capital.

No que se refere às *opções sobre ações*, no mercado de opções são negociados direitos sobre ações, permitindo-se o lançamento de opções de compra a descoberto e a negociação com opções de venda. As opções sobre ações é direito de uma parte comprar ou vender a outra parte, até uma determinada data, uma quantidade de ações a um preço preestabelecido.

De acordo com Fortuna (1999), no mercado de opções os termos mais comumente utilizados são:

1) Titular: é aquele que adquire o direito de exercer a opção, pagando por isso um prêmio;

2) Lançador: é aquele que cede o direito a uma contraparte, recebendo por isso um prêmio;

3) Prêmio: é o preço de negociação da opção;

4) Opção de Compra: é a modalidade em que o titular tem o direito de comprar um certo lote de ações a um preço predeterminado, até certa data;

5) Opção de Venda: é a modalidade em que o titular adquire o direito de vender ao lançador um certo lote de ações a um preço predeterminado, até certa data;

6) Preço de Exercício: é o preço que o titular deve pagar (opção de compra (ou receber (opção de venda), se exercer seu direito;

7) Vencimento: é a data em que cessam os direitos do titular de exercer sua opção;

8) Séries de uma opção: são opções de mesmo tipo (compra ou venda), para a mesma ação-objeto, e com a mesma data de vencimento.

No *mercado a termo*, o investidor se compromete a comprar ou vender uma certa quantidade de uma ação (chamada ação-objeto), por um preço fixado e dentro de um prazo determinado.

Mellagi Filho, sobre o mercado a termo, afirma que:

Para operar-se nesse mercado, há a necessidade de depositar uma margem de garantia que obedece a uma tabela confeccionada pela BOVESPA que é atualizada periodicamente. Essa tabela leva em consideração a volatilidade da ação e sua liquidez. Como regra geral, os papéis com maior liquidez e menor volatilidade enquadram-se nos menores intervalos da tabela. A BOVESPA pode, se assim desejar, solicitar um reforço da margem para garantir os contratos negociados, em função das oscilações do mercado a vista. Todas as margens de garantia depositadas em dinheiro são remuneradas, e seu rendimento repassado ao investidor (MELLAGI FILHO, 2003, p. 239).

Todas as ações negociáveis na BOVESPA podem ser objeto de um contrato a termo. O preço de uma ação resulta da adição, ao valor cotado no mercado à vista, de uma parcela de juros – que são fixados livremente pelo mercado, em função do prazo deste.

4 O NOVO MERCADO

De acordo com a BOVESPA (2006), o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações lançadas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação brasileira. A premissa básica do Novo Mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos

concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

Para que uma companhia entre no Novo Mercado, é necessário assinar um contrato de adesão e se comprometer a aderir a um conjunto de regras societárias, chamadas de “boas práticas de governança corporativa”. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas e oferecem a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada para os investidores (BOVESPA, 2006).

De acordo com a BOVESPA (2004):

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e disclosure adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

O grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e a qualidade das informações prestadas pelas empresas, influenciam positivamente a valorização e a liquidez das ações de um mercado, sendo essa a premissa básica do Novo Mercado, hipótese esta, que é objeto de teste deste trabalho.

Quando uma empresa entra no Novo Mercado, significa que ela aderiu a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, que são mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira.

A BOVESPA, com o Novo Mercado, abre uma frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos para as empresas e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo.

A proposta desta dissertação é focar o estudo nas empresas que compõem este segmento, delimitando o foco de análise na evolução de suas

ações, considerando fatores comparativos para podermos verificar se este ambiente é um diferencial competitivo dentro do mercado acionário, beneficiando ou não as empresas que o compõem, através de uma percepção positiva ou negativa dos investidores.

4.1 O Ingresso aos Níveis e ao Novo Mercado

Até o final de 2001, nenhuma empresa havia ingressado no Nível 2 ou no Novo Mercado da BOVESPA, sendo que existem motivos circunstanciais e estruturais para a falta de engajamento inicial das empresas.

Circunstancialmente, diversas crises internas e externas caracterizaram 2001, como a crise da energia elétrica, a deterioração da situação econômica na Argentina, a recessão mundial e o aumento da instabilidade a partir dos ataques terroristas aos Estados Unidos, que ocasionaram uma queda generalizada das bolsas de valores, e desvalorizaram os papéis e inibiram a captação de recursos.

Estruturalmente, em decorrência das altas taxas de desconto aplicadas, o risco e a ausência de mecanismos legais de defesa dos minoritários faz com que o mercado de ações brasileiro seja caracterizado por uma distorção entre o preço das ações e o valor intrínseco das companhias, distanciando as empresas e mercados, desencorajando companhias fechadas a abrirem o capital e companhias abertas a utilizarem com mais frequência o mercado de ações, formando assim um círculo vicioso.

As práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas listadas no Novo Mercado devem ser, em princípio, mais rígidas que as previstas na legislação societária brasileira. O objetivo, segundo Assaf Neto (2003), é o de ampliar os direitos dos acionistas e atribuir maior importância na melhoria da relação com os investidores, elevando o potencial de valorização dos ativos emitidos pela companhia no mercado.

De acordo com Assaf Neto (2003):

(..) O mercado avalia que os investidores estarão dispostos a pagar mais pelas ações de empresas que demonstrem respeito aos direitos dos acionistas minoritários e adotem boas práticas de governança corporativa. Essas práticas de governança são fundamentadas, em essência, em maior transparência e integridade dos procedimentos de gestão, e nas prestações de contas de acordo com padrões internacionalmente aceitos (ASSAF NETO, 2003, p. 259).

Outro importante mecanismo de estímulo para adoção de melhores práticas de governança corporativa por parte das empresas, é o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), em março de 2001, para definir limites de aplicação dos fundos de pensão, com base na adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

Conforme o IBGC (2004), a Perdigão, por exemplo, controlada por Fundos de Pensão desde 94, já investiu mais de R\$ 500 milhões em ampliação e modernização da produção. Chegou a alcançar um faturamento de R\$ 1,8 bilhão, do qual retirou um lucro líquido de R\$ 47,2 milhões. Dá emprego a 16.500 brasileiros, aos quais oferece dois programas educacionais, um deles voltado para o 1º ciclo e outro para o ensino médio. A empresa também construiu e financiou várias casas para os seus funcionários.

Segundo Savóia (2001, p. 2), havia no país em abril de 2001, 359 fundos de pensão, com patrimônio total de R\$ 140 bilhões, sendo que deste patrimônio, 58% estavam investidos em fundos de renda fixa, 29% em fundos de reserva variável, 7% em imóveis e 6% em outras aplicações.

O conjunto das medidas governamentais e institucionais, em síntese, pode contribuir de forma decisiva para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando assim um círculo virtuoso, que com a crescente proteção aos investidores os deixem mais seguros de usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, com disposição para pagar mais pelas ações e diminuir o custo de capital das empresas, o que permitirá que as

companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização.

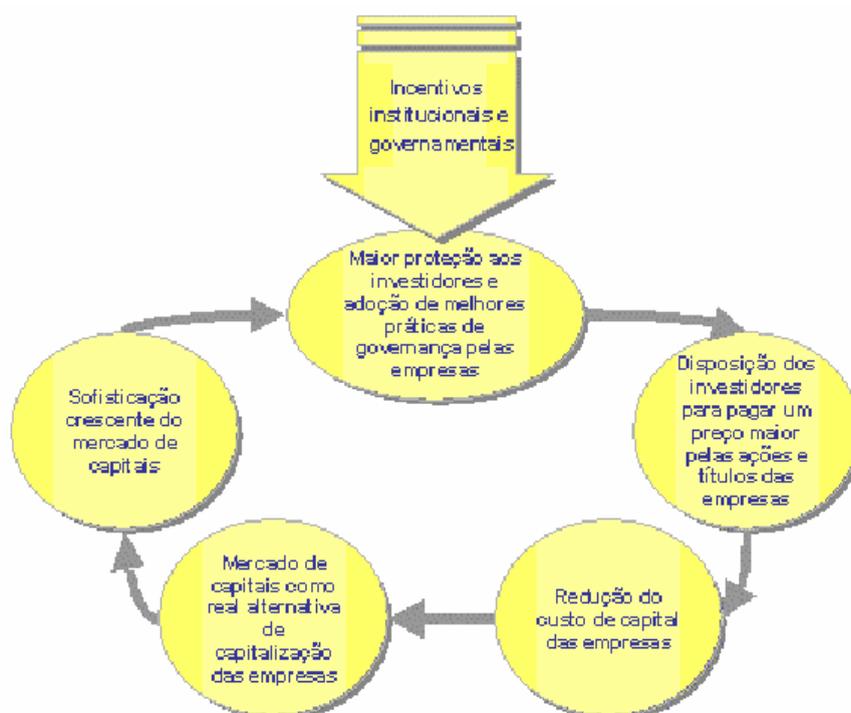


Figura 3 - Círculo virtuoso proposto para a governança corporativa no Brasil.

Fonte: Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras. RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. Universidade Estadual de Campinas, n. 77. jul. 1999.

4.1.1 Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou, em dezembro de 2000, paralelamente às alterações na legislação, novos segmentos de negociação de ações, denominados Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e o Novo Mercado, que por meio da adesão voluntária de empresas novas ou já instaladas, estabelecem níveis de *disclosure* e de proteção aos acionistas minoritários superiores aos previstos por lei.

São três níveis distintos, com um nível de exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa. As Companhias Nível 1, são

comprometidas com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, sendo que as principais práticas exigidas para inserção no Nível 1 são:

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

A Bolsa de Valores lançou o selo Nível 1 de Governança Corporativa, primeiro passo no projeto de instituição de identificar empresas comprometidas com a transparência na divulgação de informações e o respeito aos direitos dos

Para Lamucci (2001), grande parte dos analistas reconhece a importância da iniciativa, mas ressalta que, com a facilidade de serem atingidos os requisitos do Nível 1, a adesão não significa um compromisso dos mais fortes com os direitos dos minoritários.

Marcelo Audi, diretor de Análise de Ações do banco de investimentos Merrill Lynch, o comportamento dos investidores é vai ditar a velocidade com que as empresas irão migrar para o Nível 2 e para o Novo Mercado, onde as exigências são mais rigorosas na questão do respeito aos minoritários.

A iniciativa terá sucesso, segundo Marcelo, se os investidores derem um prêmio às ações das empresas que têm boas práticas de governança corporativa

e um desconto para os papéis das companhias que não as adotarem. Por ora, é importante incentivar as empresas que tomaram a iniciativa de aderir ao Nível 1, sem que parem por aí, pois senão irá sinalizar a falta de compromisso com a governança corporativa.

Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, as Companhias Nível 2, se comprometem a adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, entre os quais:

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

Além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, o Novo Mercado exige que as empresas, decidam emitir apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais.

As empresas interessadas em abrir o capital são o público alvo, porém, desde que transformem todas as ações em ordinárias, as companhias abertas com ações preferenciais também podem entrar no Novo Mercado.

4.2 O IGC e o Novo Mercado

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Conforme observa Assaf Neto (2003), essa carteira é composta somente com ações negociadas no Novo Mercado. O IGC foi criado pela BOVESPA com o objetivo de avaliar o desempenho de uma carteira de ações de empresas empenhadas em oferecer boas práticas de governança corporativa.

De acordo com Assaf Neto (2003, p. 261):

Da mesma forma que os demais índices calculados pela BOVESPA, o IGC será reavaliado periodicamente, procurando identificar as ações que tenham excessiva participação na formação do índice (o limite máximo de participação na carteira teórica aceito é de 20%). Nesse caso, a BOVESPA processa ajuste na carteira visando adequar o peso das ações ao limite fixado de 20%. Da mesma forma, são excluídas as ações que apresentam uma liquidez muito reduzida, abaixo do nível estabelecido pela BOVESPA.

Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra: 1) Ações de novas empresas: serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação; 2) Ações de empresas já negociadas na BOVESPA: serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2. Quando uma empresa aderir ao Novo Mercado da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita (BOVESPA, 2006).

O valor da carteira de cálculo do IGC é determinado pelo valor de mercado das ações ponderado por um fator de governança corporativa. A seguir, o critério de ponderação estabelecido pela BOVESPA no arquivo que contém a Metodologia Completa do IGC:

1) As ações constituintes da carteira do índice serão ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança.

2) A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite;

3) A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste);

4) O divisor do índice será alterado sempre que necessário para acomodar inclusões ou exclusões e nas reavaliações das carteiras, ou ainda quando de eventuais ajustes decorrentes de proventos/eventos dados pelas empresas;

5) O peso específico de cada ação no índice poderá alterar-se ao longo da vigência da carteira, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa emissora;

6) Quando da distribuição de proventos por empresas emissoras de ações pertencentes ao índice, efetuar-se-ão os ajustes necessários de modo a assegurar que o índice reflita não somente as variações das cotações da ação, como também o impacto da distribuição dos proventos. Em função desta metodologia, o IGC é considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira (BOVESPA, 2006).

7) A BOVESPA calcula o IGC em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira (semelhante ao IBOVESPA).

O IGC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{IGC}(t) = \text{IGC}(t-1) * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{it-1} * P_{it}}{\sum_{i=1}^n Q_{it-1} * P_{it}}$$

Onde:

IGC(t) = valor do índice no dia t;

IGC(t -1) = valor do índice no dia t -1;

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice;

$Q_{it} - 1$ = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t -1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t -1, recalculada em função deste provento;

P_{it} = preço da ação i no fechamento do dia t;

$P_{it} -1$ = preço de fechamento da ação i no dia t -1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

5 DIFERENCIAÇÃO

A justa adequação entre os aspectos internos e controláveis da empresa e os aspectos externos e incontroláveis do ambiente, é o cerne das estratégias de marketing. Contudo, de forma genérica, são poucas as opções de estratégias de marketing, e entre elas está a estratégia de diferenciação, que significa desenvolver produtos com características e benefícios singulares em relação aos demais, agregando valor às ofertas de mercado. O produto, dessa forma, torna-se mais atraente para determinado segmento de mercado, que aceita pagar mais pela diferenciação apresentada. Contudo, esta estratégia pode ser vista de duas formas: circunstancial, que se refere a atributos do produto que podem ser facilmente copiados pelos concorrentes, não tendo assim grande sustentação; ou de longo prazo, que se volta para a oferta de produtos cujos atributos não poderão ser alcançados, ao menos no curto e médio prazo, pelos concorrentes e pelas ferramentas de fidelização de clientes, como os clubes de compra e cartões de afinidade. Grande parte das empresas utiliza esta estratégia (VILHENA, 2002).

Porter (1986) afirma que a estratégia de diferenciação procura ofertar produtos e serviços com benefícios superiores à concorrência por meio da criação de um diferencial competitivo, que podem ocorrer sob as formas de marcas e atendimento personalizado, dentre outras dimensões, não considerando grandes volumes e preço baixo. Essa estratégia, ao contrário, busca atender um número menor de clientes de uma forma mais personalizada, inviabilizando a conquista de grande participação de mercado, fazendo com que a empresa crie barreiras de entrada aos concorrentes em virtude da lealdade obtida dos consumidores. O poder de barganha dos compradores, além disso, diminui à medida que os mesmos são menos sensíveis ao preço e também por causa da escassez de alternativas que atendem às suas necessidades de forma satisfatória. A estratégia de diferenciação, mesmo não ignorando a questão relativa ao preço baixo, busca obter retornos acima da média, como modo de defender sua posição na indústria perante as forças competitivas.

O objetivo de toda e qualquer empresa é alcançar a lucratividade, e segundo Porter (1986), apenas de duas maneiras pode-se obter vantagem

competitiva: custos baixos e diferenciação, que formam a base de toda a estratégia face à concorrência, mas a lucratividade de uma empresa não depende apenas de seu posicionamento em relação aos concorrentes; depende também da estrutura do setor em que atua, sendo exatamente por isso tão importante o conhecimento pelos líderes do setor em que competem.

Como conceito, a diferenciação tem sido largamente discutida, todos concordam que é necessário diferenciar-se para conseguir competir de maneira vantajosa no mercado. Mas fica a dúvida de porque algumas ações não dão resultado ou até trazem prejuízos às empresas que tentam implantá-las. Segundo Porter (1986) é muito simples: porque nem todo esforço de diferenciação é lucrativo por si só. Para ele existem seis erros básicos cometidos freqüentemente por empresas quando tentam desenvolver uma estratégia de diferenciação: ofertar um produto ou serviço que, apesar de contribuir com um valor maior para a empresa, não é visto como tal pelos clientes e consumidores; exceder as necessidades dos compradores; fixar preço muito alto; não compreender os custos envolvidos na diferenciação; não reconhecer segmentos de mercado; e criar uma diferenciação que os concorrentes consigam imitar facilmente. Como se observa, não basta apenas tentar diferenciar-se de qualquer maneira da concorrência, pois existem ações que a princípio podem parecer benéficas, mas que na verdade são prejudiciais à saúde financeira da empresa.

Uma empresa precisa tentar identificar maneiras específicas de diferenciar seus produtos para obter vantagem competitiva. Diferenciação é o ato de desenvolver um conjunto de diferenças importantes para distinguir a oferta da empresa das ofertas concorrentes de seus concorrentes (GHELMAN, 2005).

A empresa que opta pelas práticas diferenciadas de governança corporativa adota transparência, prestação de contas e equidade como linhas mestras. É necessário, para que essa tríade esteja presente em suas diretrizes de governo, que o Conselho de Administração, representante dos proprietários do capital (acionistas ou cotistas), exerça seu papel na organização, que consiste especialmente em estabelecer estratégias para a empresa, eleger a Diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão e escolher a auditoria independente. O problema é que nem sempre as empresa contam com conselheiros qualificados

para o cargo, e isso tem sido a raiz de grande parte dos problemas e fracassos nas empresas, decorrentes na maioria das vezes de abusos de poder, erros estratégicos, ou fraudes. No Brasil, em resposta à necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento para a atividade empresarial, os conselheiros profissionais e independentes começaram a surgir, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país. No dias atuais, o mercado de capitais, as empresa, os investidores e a mídia já se utilizam habitualmente da expressão governança corporativa, mencionando e considerando as práticas diferenciadas de governança em sua estratégia de negócios (IBGC, 2005).

Os níveis diferenciados de governança corporativa visam destacar entre as empresas que já possuem papéis negociados no mercado aquelas que se comprometem a adotar regras mais rígidas dos que as constantes na legislação para que se aumente a transparência e se aprimore o grau de governança corporativa (BOVESPA, 2002).

A criação do Novo Mercado na BOVESPA, segmentando as empresas comprometidas por boas práticas de administração (IGC), por si só, ou seja, simplesmente pelo seu conceito ã se faz um diferencial, porém num mercado globalizado e altamente competitivo, esse diferencial deve ser agressivo, propiciando para as empresas que o detêm um resultado positivo tanto em crescimento como em lucratividade.

Quando uma empresa adere ao Novo Mercado, ela implicitamente está agregando um diferencial em sua estrutura, que são os benefícios de uma boa governança corporativa implementada e a presente dissertação busca analisar e verificar se este conceito de diferenciação discorrido no texto acima e que está difundido no Novo Mercado, trazem realmente maiores benefícios a empresa e seus acionistas, com uma percepção clara deste diferencial pelos mesmos e também resultados e valorizações significativas das ações deste setor.

5.1 Diferenciação e Estratégia

A estratégia pode ser definida como um planejamento administrativo ou um método utilizado para a consecução de objetivos. Para Kotler (1994), planejamento estratégico pode ser conceituado como o processo de desenvolver e manter um ajuste estratégico entre as metas e capacidades da instituição e suas oportunidades mutantes de marketing. Implica o desenvolvimento de uma missão institucional clara, apoio a metas e objetivos, estratégia sólida e implementação adequada.

Segundo Oliveira (1995, p. 46), “o planejamento estratégico é conceituado como um processo gerencial que possibilita ao executivo estabelecer o rumo a ser seguido pela empresa, com vistas a obter um nível de otimização na relação da empresa com o seu ambiente”.

Para Cobra (1991, p. 16), “planejar estrategicamente é criar condições para que as organizações decidam rapidamente diante de oportunidades e ameaças, otimizando as vantagens competitivas em relação ao ambiente concorrencial em que atuam”. De acordo com referido autor, o planejamento estratégico pode ser compreendido de duas formas:

1) Uma ação administrativa que visa prever o futuro ambiente e os desafios que uma organização deverá enfrentar, definindo as decisões cruciais para o direcionamento dos negócios;

2) Uma definição dos principais produtos e serviços a serem produzidos para atender às necessidades dos principais mercados.

O que permite às organizações reagirem rapidamente às turbulências do meio ambiente, explorarem melhor as oportunidades de mercado e desenvolverem novas técnicas de administração é o direcionamento estratégico. Importante destacar também que a estratégia de negócios é utilizada atualmente em larga escala por empresas que atuam em mercados competitivos, mas mesmo as organizações que independem da ação da concorrência se beneficiam da utilização da estratégia para otimizar seus negócios.

Fazendo comentários sobre as premissas básicas do planejamento estratégico, Oliveira (1995) destaca que o planejamento estratégico é de responsabilidade dos níveis mais altos da empresa e diz respeito tanto à formulação de objetivos quanto à seleção dos custos de ação a serem seguidos para a sua consecução, levando em conta as condições externas e internas à empresa e sua evolução esperada. Também considera as premissas básicas que a empresa, como um todo, deve respeitar para que o processo estratégico tenha coerência e sustentação decisória.

Para que uma empresa tenha longa vida no mercado e alcance o sucesso almejado torna-se imperiosa a sua habilidade em obter vantagens competitivas. Considera-se vantagem competitiva aquilo que a concorrência não tem ou não pode obter a curto prazo. Em geral, advém do desempenho da empresa em relação à concorrência. Em geral, tais vantagens decorrem da performance da empresa em dois campos: 1) da obtenção do menor custo operacional, que permita a prática de preços competitivos a um volume lucrativo de vendas, e que possibilite uma participação de mercado auspiciosa; 2) advém da estratégia, visando à obtenção de elevados padrões de qualidade dos produtos e serviços,

Uma importante atividade estratégica é a análise de mercado, visando um posicionamento de mercado futuro. A análise consiste em compreender as forças que atuam no mercado em que a empresa opera ou pretende operar no futuro, sendo considerado um processo contínuo de investigação das condições que determinam a localização, a natureza, o tamanho, a direção e a intensidade daquelas forças vigentes no mercado que interessam comercialmente à empresa. De acordo com Cobra (1997), a análise visa a identificar as forças vigentes no mercado e suas interações com a empresa. Os meios utilizados para tal fim são: a pesquisa de mercado e o sistema de informação em marketing.

A análise das oportunidades do mercado é um processo de definição da exata possibilidade que uma empresa tem em relação aos mercados que ela pretende atingir. A empresa, para isso, necessita identificar a natureza e as características de cada mercado em que ela atua ou poderá vir a atuar, bem como todas as possibilidades de subdivisão desse mercado em partes menores conhecidas como segmentos de mercado. O processo de segmentação de

mercado é a identificação de grupos homogêneos de consumidores em um mercado maior e esse critério tem por finalidade facilitar a tarefa do estrategista ao formular seu plano de atendimento aos diversos públicos-alvo de cada mercado.

Existem inúmeras maneiras para se segmentar um mercado, sendo que as bases mais comuns incluem a segmentação geográfica, demográfica, em função do uso do produto, e em função do benefício do produto entre outros. Os critérios de segmentação possíveis podem ser ainda cruzados numa matriz, de forma a permitir a visualização de algumas outras bases combinadas para a análise e construção de segmentos individualizados de mercado. Estas avaliações de possíveis segmentações de mercado constituem-se em importantes instrumentos de ação estratégica (COBRA, 1991b). Como exemplo, pode-se dizer que, em função das características do consumidor é possível realizar uma segmentação com base em fatores sócio-econômicos, comportamentais e psicológicos, tanto para o consumidor final quanto para o consumidor industrial.

As empresas preocupadas com o foco do negócio preocupam-se com um ou mais segmentos do mercado. A empresa acaba conhecendo intimamente esses segmentos e busca a liderança em custos ou a diferenciação dentro do segmento-alvo. Com base nos objetivos, é possível desenvolver uma estratégia para alcançá-los. Inicialmente, torna-se necessária a identificação do mercado-alvo a ser atingido. Posteriormente, devem ser desenvolvidas várias estratégias para a consecução do objetivo. Essas estratégias, segundo Las Casas (2004), devem identificar as variações dos investimentos e as ações alternativas para os vários componentes do composto de marketing e o retorno que podem proporcionar. É claro que uma das estratégias que devem ser selecionadas é aquela que os administradores acreditam que gerará o maior retorno.

Importante ressaltar – no que se refere ao atendimento das necessidades do mercado – que o processo passa pela consideração da permanente investigação de necessidades não satisfeitas de clientes e consumidores em geral e ainda da identificação de segmentos desconhecidos ou ignorados. A organização torna-se mais competitiva à medida que ela consegue focar melhor

seu negócio. A obtenção de vantagens competitivas depende da adequada focalização e dimensionamento dos negócios por escopo de segmento, por escopo geográfico, setorial e por grau de integração. Em síntese, segmentar o mercado significa focalizar o negócio a cada segmento de mercado em que a empresa atua, dando ênfase nos segmentos mais significativos para a empresa em relação à concorrência.

Com relação à análise de potencial de mercado, este deve iniciar-se pela identificação dos fatores que causam a demanda para o produto. Considerando que o mercado é constituído por pessoas com dinheiro e motivação para comprar, a variável população e a variável renda são consideradas fatores de mercado. Segundo Cobra (1991b), os fatores de mercado devem ser identificados por produtos ou serviços para: 1) identificar os fatores que influenciam a demanda para um produto ou serviço; 2) determinar a relação entre o fator e o produto ou serviço; 3) prever que fatores de mercado surgirão nos próximos anos.

De acordo com Kotler (2000):

Ao avaliar diferentes segmentos de mercado, a empresa deve examinar dois fatores: a atratividade global do segmento e os objetivos e recursos da empresa. Primeiramente, ela deve perguntar se o segmento potencial possui características que o tornam atrativo, como tamanho, crescimento, aproveitamento, economias de escala e baixo risco. Em segundo lugar, a empresa deve considerar que o investimento em um segmento deve estar de acordo com seus objetivos e recursos. Alguns segmentos atraentes podem ser rejeitados se estiverem de acordo com os objetivos de longo prazo da empresa ou se ela não tiver uma ou mais competências necessárias para oferecer um produto de valor superior (KOTLER, 2000, p. 296).

Importante observar que para realizar a análise, utiliza-se um instrumental denominado pesquisa de mercado. As informações da pesquisa de mercado envolvem tipicamente o acompanhamento dos resultados de vendas realizados nos diversos segmentos de mercado, confrontos dos movimentos de venda da empresa com os de seus principais concorrentes etc. Portanto, a análise se

constitui em uma atividade fundamental para se manter em dia quanto às oportunidades, ameaças, mudanças e tendências do seu mercado (DOLABELA, 1999).

A definição supracitada envolve elementos que não se restringem a processos gerenciais, mas que envolvem também processos sociais, tais como: necessidades, desejos e demandas; produtos; serviços; valor; custo e satisfação; troca, transações e relacionamentos. Em grandes corporações, esse relacionamento deve levar em consideração os investimentos realizados pelos acionistas, as necessidades dos clientes e a satisfação de todos os indivíduos envolvidos.

As metas indicam aquilo que uma corporação deseja alcançar, e a estratégia é um plano de como chegar lá. Todos os negócios devem preparar estratégias para atingir suas metas: estratégia de marketing, estratégia de tecnologia, estratégias de busca de recursos, estratégia para atrair novos investidores etc.

A segunda estratégia genérica, segundo Porter (1986), é diferenciar o produto ou o serviço oferecido pela empresa, criando algo que seja considerado único, sendo que os métodos para esta diferenciação podem assumir muitas formas: projeto ou imagem da marca; tecnologia; peculiaridades; serviços sob encomenda; rede de fornecedores; ou outras dimensões. Se alcançada, a diferenciação é uma estratégia viável para obter retornos acima da média, além de proporcionar isolamento contra a rivalidade competitiva devido à lealdade dos consumidores com relação à marca como também à conseqüente menor sensibilidade ao preço.

Porter (1989) diz que os meios para a diferenciação são peculiares a cada empresa, podendo ser baseada no próprio produto, no sistema de entrega pelo qual ele é vendido, no método de marketing e em uma grande variedade de outros fatores. A lógica da estratégia de diferenciação exige que uma empresa escolha atributos em que diferenciar-se, que sejam diferentes dos atributos da concorrência. Uma empresa deve ser verdadeiramente única em alguma coisa.

Considera-se diferenciação o ato de desenvolver um conjunto de diferenças significativas para distinguir a oferta da empresa da oferta da concorrência. Na diferenciação, o negócio se concentra em conseguir um desempenho superior em uma importante área de benefício ao cliente, valorizada por grande parte do mercado. Pode-se lutar para ser líder na qualidade, no estilo, na assistência técnica ou na tecnologia. Segundo Kotler (2000), não é possível ser líder em todas essas coisas. Nesse caso, a empresa cultiva as forças que contribuirão para a diferenciação pretendida. Desta forma, a empresa que busca liderança em qualidade deve utilizar os melhores componentes, montá-los com habilidade, inspecioná-los com cuidado e comunicar efetivamente sua qualidade.

Quando uma determinada empresa adere ao Novo Mercado, podemos afirmar que está aderência foi uma decisão estratégica focando um resultado futuro. Nesta dissertação com a verificação dos resultados obtidos com o acompanhamento proposto, buscaremos instigar a discussão sobre este assunto, pois com os resultados poderemos verificar se a estratégia adotada mostrou-se puramente uma visionária ou ilusória, visando um resultado imediato de aumento da procura e percepção dos investidores, ou realmente teve resultados claros no que tange a valorização das suas ações.

6 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente dissertação tem em seu título a governança corporativa como diferencial para empresas dentro do mercado acionário, pois conforme descrito nas seções anteriores temos como premissa que as empresas que implementam a governança corporativa em sua estrutura e aderem ao Novo Mercado da BOVESPA agregam um diferencial para si, e é nesse contexto que se insere o problema que é verificar se este diferencial traz benefícios financeiros às empresas na valorização de suas ações e percepção dos acionistas ou se serve apenas como uma ferramenta estratégica de marketing. Através dos estudos, fundamentação teórica e procedimentos realizados conforme descrevemos abaixo, buscamos verificar os resultados para nortear nossas considerações finais, porém sem esgotar as variáveis, ou seja apenas selecionando e testando algumas delas.

Segundo Martins (2002, p.33) esta abordagem apresenta um levantamento, não exaustivo, dos principais tipos de estudo utilizados na pesquisa social, com destaque especial para uma ampla classificação de trabalhos, dentre os quais os métodos de pesquisa, técnicas de pesquisa e coleta de dados, enfatizando que, dependendo do objeto de trabalho, as modalidades podem ser combinadas de varias formas. Considerando também a classificação apresentada por Martins (2002, p.34) com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica.

Esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas privilegiando os estudos práticos. Apresentar preocupação com a relação de causalidade entre as variáveis e a validação da prova científica é feita através de mecanismo de testes, significância e sistematização operacional das definições.

Para o desenvolvimento da pesquisa e posterior levantamento de conclusões, foram selecionadas as seguintes variáveis a serem estudadas: os preços históricos das ações, desempenho dos índices IBOV e IGC e resultados das vinte e duas empresas que compõem o Novo Mercado da BOVESPA. A data padrão para adoção as práticas de governança corporativa foi o dia 2 de julho de 2001. O período de

estudo foi definido e calculado como sendo o número de dias decorridos entre a data de adesão de cada uma das empresas e a última data de tomada de cotação das ações no mercado em Março de 2006. Uma vez determinado o número de dias decorridos do período de adesão, foram feitas consolidações de resultados e gráficos ilustrativos do desempenho de cada uma das empresas.

No período de estudo considerado foram utilizados para pesquisa um conjunto da ordem de mais de 10.500 registros, os quais representaram as cotações diárias dos valores das ações de cada um dos bancos pesquisados. Na eventual falta de informações sobre a cotação de uma determinada ação em um dia específico t , no qual todas as outras ações apresentaram cotação, o valor desta ação foi considerado como sendo a cotação da ação no dia $t-1$, ou seja, o mesmo valor da cotação da ação do dia anterior.

O trabalho de pesquisa desenvolvido teve como base procedimentos estatísticos, com objetivo de produzir uma proposição admitida como verdadeira em virtude das informações e população pesquisadas a partir da amostra definida na seção 6.

A elaboração do trabalho de pesquisa o tratamento dos dados e informações foi dividido em quatro seções:

- A primeira seção, que trata os dados de forma qualitativa em termos do desempenho e comportamento acionário de cada uma das vinte e duas empresas pesquisadas, após a data de adesão ao Novo Mercado da BOVESPA;
- A segunda seção, onde são mostrados os resultados dos retornos normais ou extraordinários calculados para cada uma das empresas pesquisadas, após a data de adesão ao Novo Mercado da BOVESPA;
- A terceira, com a apresentação gráfica comparativa do desempenho dos índices de governança (IGC) e sem governança (IBOV), verificando qual deles obteve a maior valorização no período;

- E por fim, apresentação de gráficos comparativos das duas empresas escolhidas dentre todas as que compõem o Novo Mercado, confrontando seus resultados com empresas de mesmo setor que não possuem governança implementada em suas estruturas, verificando se o desempenho entre os ambientes foi divergente ou similar.

Neste trabalho a pesquisa faz uso de uma análise econométrica de dados históricos sobre o preço das ações e variáveis dependente de valor e desempenho das empresas pesquisadas. As informações e posições acionárias das empresas foram colhidas no sistema eletrônico da Bovespa, no sistema Econômica e também através de pesquisa na Internet, com periodicidade diária e com consolidações mensais. Para cada empresa estudada, foram desenvolvidos acompanhamentos específicos e detalhados de seus quadros evolutivos, onde diariamente coletamos os valores nominais de suas ações, seus comportamentos e evoluções. Após o levantamento dos resultados de retorno histórico, iniciou-se o processo de análise dos resultados, como o estudo dos índices de mercado e índices macroeconômicos, bem como a geração de gráficos e quadros de comparações propostas. Finalizado este processo, iniciou-se a tabulação e compilação de dados, através da utilização de planilhas eletrônicas, softwares de banco de dados e o software estatístico MINITAB. Concluída a tabulação das informações, deu-se início ao processo de cálculo dos retornos histórico das ações pesquisadas para cada empresa, análises, consolidações, teste da hipótese apresentada e considerações finais.

6.1 População, Amostragem e Coleta de Dados

As empresas selecionadas para compor a amostra de empresas foram, conforme já apresentado, as vinte e duas empresas as quais possuem ações pertencentes ao índice IGC da BOVESPA e assim representam o total de empresas que compõem o Novo Mercado, considerando como data final da pesquisa Março de 2006.

A seleção e comparação dos resultados entre as empresas que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa, tiveram como objetivo a redução do problema de viés na análise dos dados.

Para composição da amostra de empresas elegíveis para estudo, o seguinte critério foi observado:

- Empresas que adotaram as novas práticas de governança corporativa e aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA até Fevereiro de 2006.

Com a adoção dos critérios acima expostos para as políticas de governança corporativa, a amostra ficou assim definida:

1. Banco Nossa Caixa S.A (28/10/2005)	12. Grendene S.A. (29/10/2004)
2. Companhia de Concessão de Rodovias (01/02/2002)	13. Localiza S.A. (23/05/2005)
3. Sabesp (24/04/2002)	14. Lojas Renner S.A. (01/07/2005)
4. Copasa MG (08/02/2006)	15. Natura S.A. (26/05/2004)
5. Company S.A. (02/03/2006)	16. OHL Brasil S.A. (15/07/2005)
6. Cosan S.A. (18/11/2005)	17. Porto Seguro S.A. (22/11/2004)
7. CPFL Energia S.A. (29/09/2004)	18. Renar Maçãs S.A. (28/02/2005)
8. Cyrela Brazil S.A. (21/09/2005)	19. Rossi Residencial S.A. (27/1/2006)
9. DASA S.A. (19/11/2004)	20. Submarino S.A. (30/03/2005)
10. EDP-Energias do Brasil (13/07/05)	21. Totvs S.A (09/03/2006)
11. Gafisa S.A. (17/02/2006)	22. Tractebel Energia S.A. (16/11/2005)

Tabela 1 – Empresas componentes do Novo Mercado da BOVESPA.

Todos os dados relativos às das ações que foram coletados no sistema da BOVESPA e Económica foram estruturados em planilha eletrônica distintas para cada empresa analisada, o mesmo critério também foi válido para as cotações dos índices IBOVESPA e IGC.

A análise de todos os dados obtidos foi feita no Capítulo 7, onde são mostrados gráficos, tabelas e resumos das informações coletadas sobre o desempenho financeiros dos bancos que migraram para os níveis diferenciadas de governança corporativa da BOVESPA.

6.2 Limitação da Pesquisa

A limitação mais importante da pesquisa está relacionada ao enfoque dado exclusivamente às característica financeiras e de valor no preço das ações das empresas que aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA. Conforme literatura pertinente e apresentada no capítulo 2, outros mecanismos, tanto interno como externo para avaliar os efeitos de governança corporativa sobre as corporações, financeiras ou não, também estão disponíveis, porém não foram o foco deste trabalho, além dos problemas de agência, presença de mercado hostis de aquisição, entre outros.

Com relação ao método utilizado para levantamento e coleta dos dados, algumas limitações relevantes precisam ser destacadas.

Para este trabalho, utilizou-se como ponto de partida a hipótese de que a adoção das boas de governança corporativa, segundo o modelo adotado pela BOVESPA, pode afetar o desempenho corporativo e o valor das empresas através da valorização do preço de suas ações.

Desta maneira, a relação de causalidade que surge entre as variáveis de governança corporativa, a valorização do preço da ação da empresa e de seu desempenho, apesar de ser defensável em termos teóricos, pode ser afetada por outras variáveis tais como o desempenho do mercado. O problema que surge é que da mesma forma que a adoção das boas práticas de governança corporativa pode ser a causa do desempenho favorável das empresas no Brasil e de seu valor, ela também pode ser consequência, visto que as empresas podem e têm a capacidade de alterar suas práticas de governança corporativas a partir de um determinado desempenho, ou mesmo serem influenciados por condições macroeconômicas, ou de conjectura ao longo do período de estudo.

Assim sendo, este problema constitui uma limitação do presente trabalho. Uma possível maneira de amenizar este efeito é a realização de testes entre empresas pertencentes a sub-setores distintos dentre os adotados para este estudo, nos quais buscar-se-ia relacionar as boas práticas de governança corporativa das companhias e instituições abertas com o desempenho corporativo, através do estudo do preço de suas ações, e a comparação com companhias e instituições que não as adotaram.

6.2.1 Limitação Temporal dos Dados

O período de dados, tomados como base para desenvolvimento deste trabalho abrangeu em sua totalidade cinco anos, porém a análise específica das empresas se delimitou a iniciar-se a partir da data de sua aderência, o que culminou em análises por períodos pequenos de algumas das empresas do segmento. É difícil, entretanto, determinar objetivamente qual o melhor período para tomadas e avaliação dos dados pesquisados que podem determinar um nível excelente na veracidade das informações, devido ao tempo que as práticas formais de governança corporativas se estabeleceram no Brasil.

Uma forma de diminuir este problema é testar a consistência dos resultados obtidos em um primeiro nível entre as próprias empresas nacionais e em segundo lugar com os resultados obtidos em países onde as práticas de governança corporativas também são adotadas. Um exemplo deste caso é analisar o resultado obtido com a valorização dos preços das ações dos principais empresas no Brasil que adotaram as práticas diferenciadas de governança corporativa com grupos semelhantes de empresas em outros países emergentes, como por exemplo Argentina e México. Porém, avaliar estes diferentes grupos de empresas e países, não foi o escopo do presente trabalho, podendo vir a ser um caso de pesquisa futura. A literatura acadêmica e de mercado relata vários casos nos quais, a partir das práticas de governança corporativa, o resultado e o valor das empresas e instituições pesquisadas apresentaram aumento, conforme apresentado no capítulo 2.

Para o presente trabalho foi possível analisar e ter como base as empresas que aderiram ao Novo Mercado (IGC) a partir de sua criação no segundo semestre de 2001. Para que os dados levantados fossem expressivos, optou-se por trabalhar com todas as empresas que compõem este ambiente, como forma de obter uma massa de dados compreendida entre os anos de 2001 a 2006.

Neste trabalho, foram adotados os seguintes marcos: 1) período de adesão, o qual designa o início do período compreendido da migração da empresa para os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA; 2) período final de análise, Março de 2006.

7 DEMONSTRAÇÃO DOS ESTUDOS REALIZADOS

Com já ilustramos em capítulos anteriores a proposta desta pesquisa é efetuar um estudo do comportamento acionário das vinte e duas empresas que compõem o Novo Mercado da BOVESPA, verificando se este diferencial de possuírem governança corporativa implementada em suas estruturas remete ganhos extraordinários na valorização de suas ações se comparando com a evolução média do mercado. Logicamente que existem outras variáveis que impactam no comportamento deste ambiente, porém o propósito não é esgotá-las e sim fomentar e visualizar o ambiente por uma das principais variáveis que é o comportamento acionário.

Neste capítulo serão apresentados os estudos realizados com as empresas, dividindo-o basicamente em quatro seções; sendo a primeira, uma análise específica, evidenciando a consolidação histórica, a evolução acionária apresentada graficamente, a análise de tendência e parecer final sobre o desempenho de cada uma delas; na segunda, faremos uma análise comparativa entre o índice das empresas com governança, o IGC, e o índice de mercado, o IBOV, verificando a valorização e tendências de ambos num mesmo período, remetendo uma análise final; terceiro, será efetuada uma análise entre duas empresas do Novo Mercado e duas empresas sem governança implementada, visando efetuar uma comparação entre ambas num mesmo período; e por fim na quarta seção, onde teremos a análise dos dados, efetuiremos a consolidação e demonstração dos resultados visando comprovar a hipótese apresentada de que a governança corporativa implementada nas empresas pode ser um diferencial que impacta positivamente na valorização de suas ações.

7.1 Apresentação dos Resultados das Empresas

Considerando a hipótese apresentada acima delimitamos alguns parâmetros para execução da análise:

- Todas as empresas serão analisadas por um período específico que abrangerá desde sua data de adesão ao Novo Mercado até Março de 2006.
- Para todas as apresentações gráficas de comportamento acionário será traçado paralelamente o comportamento do índice de mercado (IBOV) no período analisado da empresa.
- Através de pesquisas nos informes técnicos anuais da BOVESPA, verificamos que dentro do mercado acionário, pode existir uma variação no valor das empresas, tanto na tendência positiva quanto como negativa, que atinge patamares entre 0 a 20% na oscilação de acordo com as movimentações de mercado á curto prazo, sem que está oscilação demonstre efetivamente a imagem e desempenho da empresa (Informes Técnicos Anuais BOVESPA 2000 á 2005). Balizando-se nesta informação, foi feita uma categorização para as empresas, que as classificarão conforme seu desempenho delimitando-as em percentuais que inibam e minimizem a margem de erro, são elas: **as estrelas**, que denominarão as empresas com desempenho superior á 100% quando relacionado ao IBOV; a segunda serão **as positivas**, que denominarão as empresas que tem o desempenho entre 20 e 100% superior ao IBOV, ou seja, que atendem a expectativa de valorização conforme hipótese apresentada; em terceiro serão **as parceiras de mercado** que denominarão as empresas que tem o desempenho similar ao IBOV, ou seja acompanham o movimento do índice tanto na valorização como na desvalorização; e a quarta serão **as decepções** que denominarão as empresas com desempenho pífio, que desvalorizaram bruscamente no período.

7.1.1 Banco Nossa Caixa S. A.

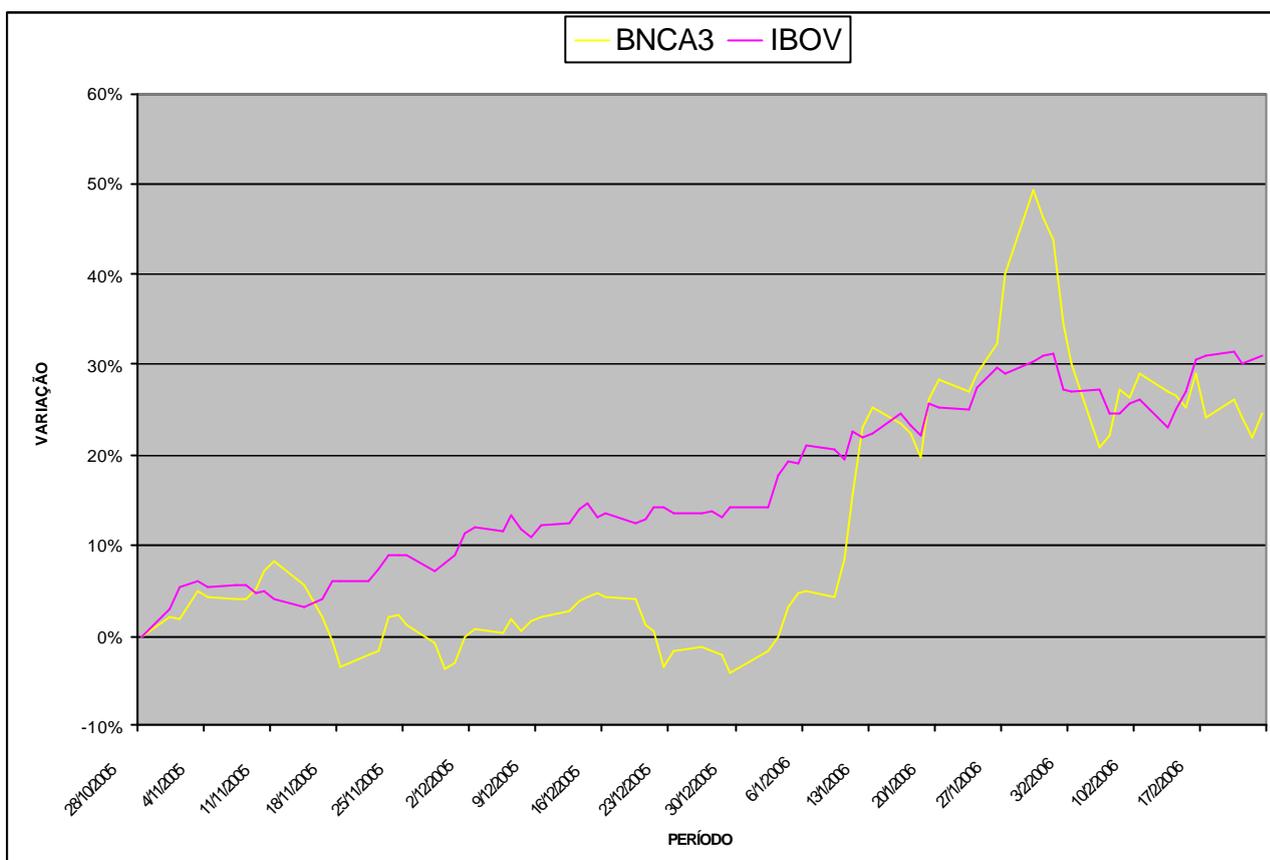


Gráfico 1 – Desempenho da empresa Nossa Caixa versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: BNCA3
- Tipo de Sociedade: Estatal
- Área de Atuação: Banco / Financeiro
- Data de fundação: 01/01/1917
- Data de Registro BOVESPA: 14/10/2005
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 28/10/2005
- Valor de Abertura: R\$ 36,42
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 45,10
- Valorização do IBOV: 23,83%
- Valorização no período: 25,12%

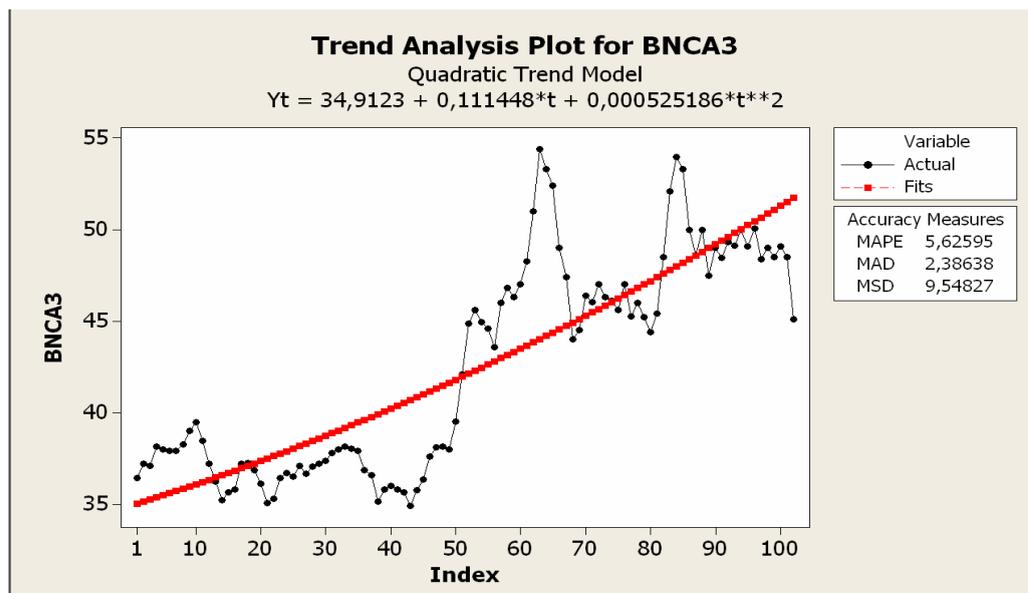


Gráfico 2 – Tendência da empresa Nossa Caixa no período.

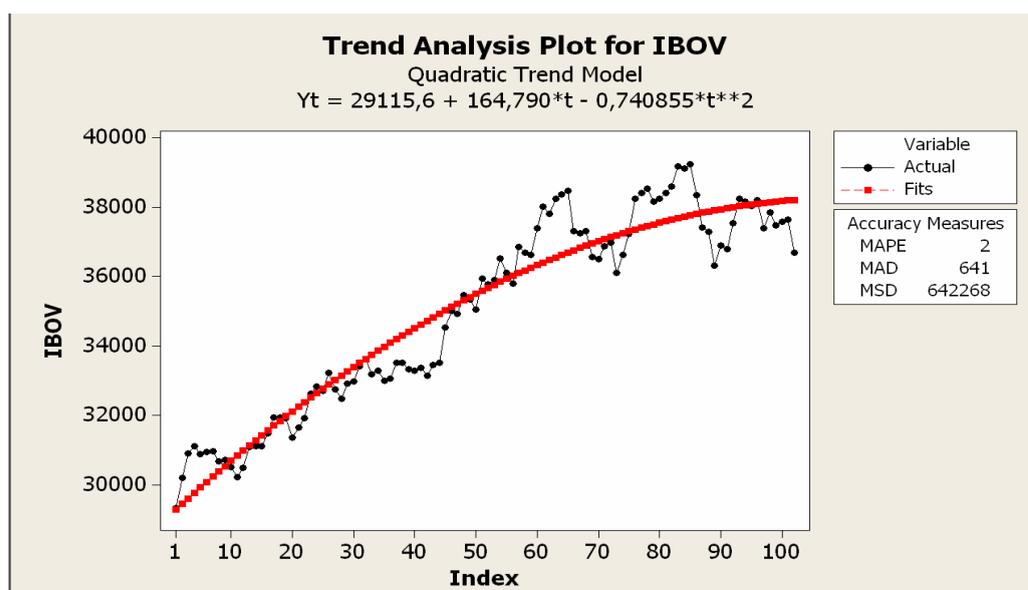


Gráfico 3 – Tendência do IBOV no período.

A Nossa Caixa aderiu ao Novo Mercado em 25/10/2006 o que nos permitiu analisar por quatro meses seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 25,12% no período, tendo um acompanhamento similar ao IBOV. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificamos uma tendência de valorização do banco enquanto que a tendência do mercado (IBOV) é de estabilidade. Baseando-se nestas variáveis verificadas não pode ser notada nenhuma divergência ou ganho extraordinário deste papel em relação ao mercado.

7.1.2 Companhia de Saneamento Básico de São Paulo S. A.

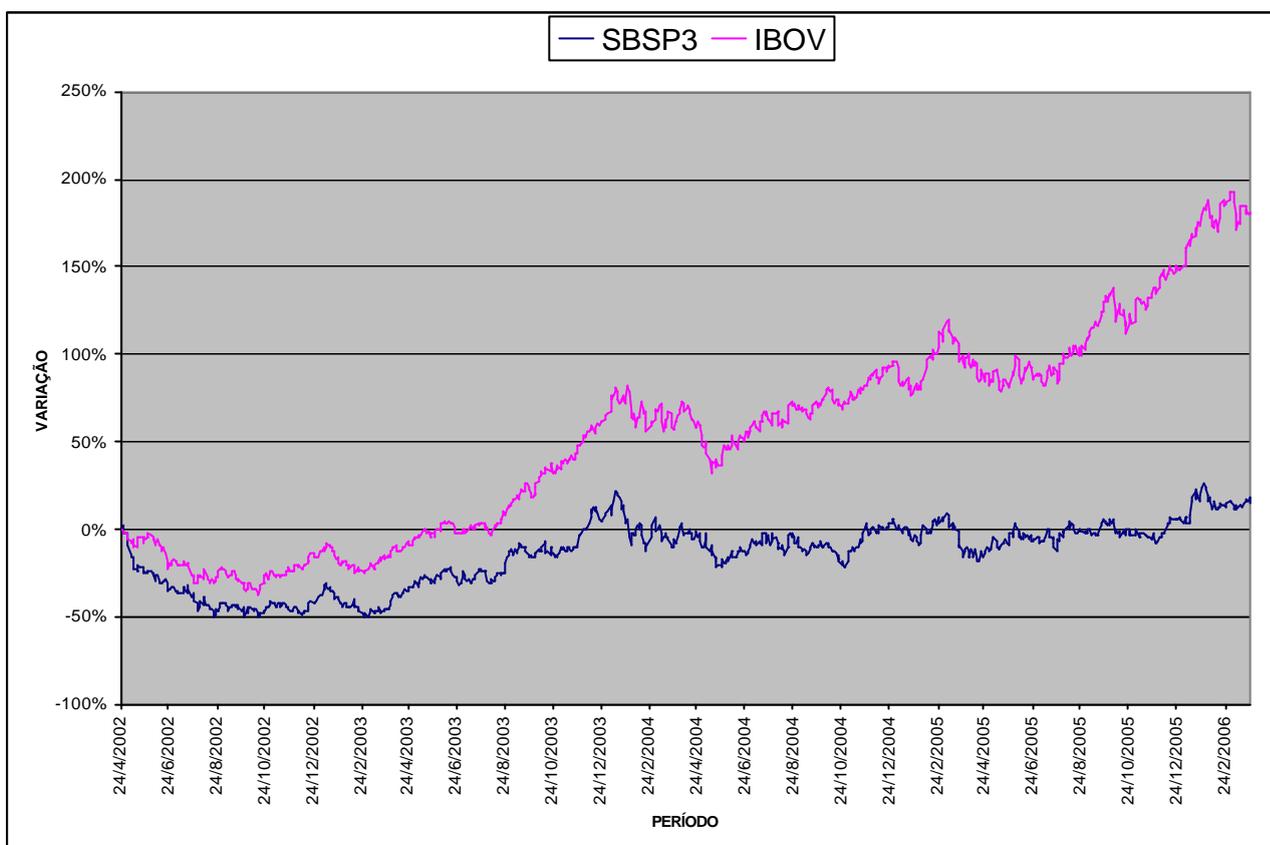


Gráfico 4 – Desempenho da empresa Saneamento Básico versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: SBSP3
- Tipo de Sociedade: Nacional Privada
- Área de Atuação: Utilidade Pública / Saneamento Básico
- Data de fundação: 01/01/1973
- Data de Registro BOVESPA: 21/05/1997
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 24/04/2002
- Valor de Abertura: R\$ 149,40
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 171,00
- Valorização do IBOV: 174,14%
- Valorização no período: 14,46%

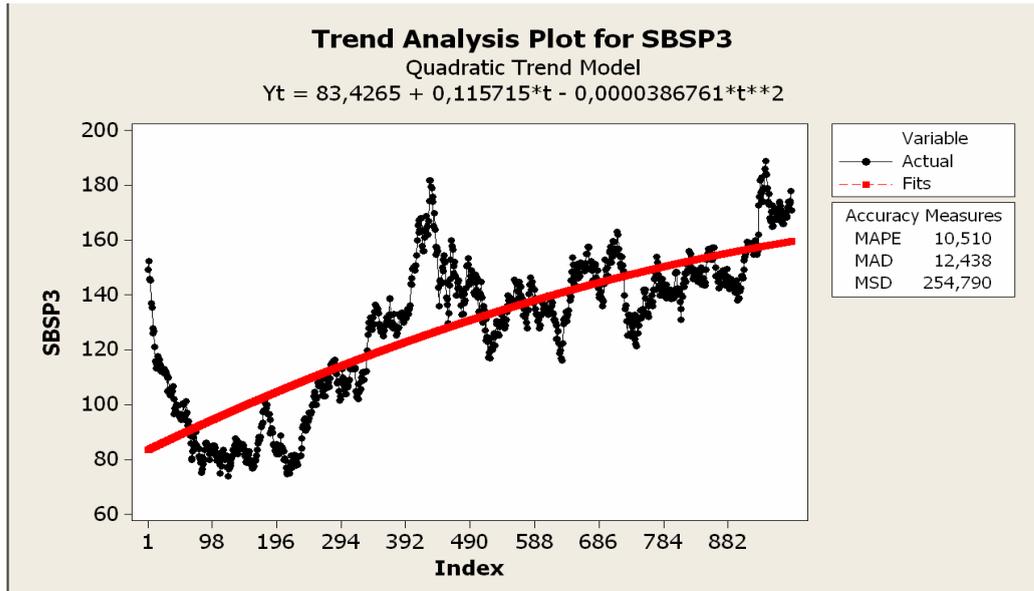


Gráfico 5 – Tendência da empresa Saneamento Básico no período.

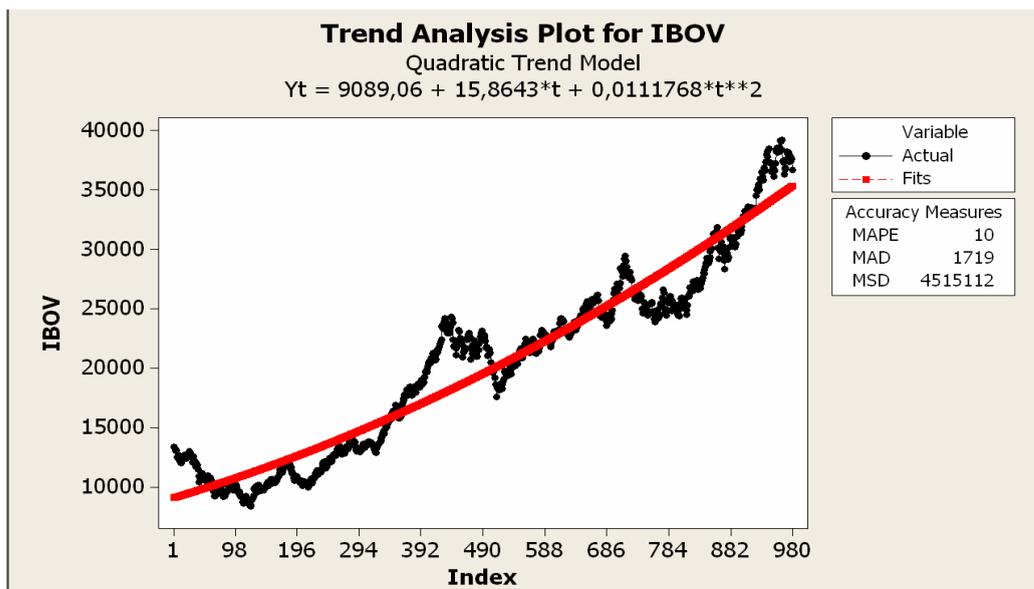


Gráfico 6 – Tendência do IBOV no período.

A Sabesp aderiu ao Novo Mercado em 24/04/2002 o que nos permitiu analisar por quase quatro anos seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de apenas 14,46% no período, o que é baixíssimo se comparando com uma valorização de 174,14% do IBOV, onde podemos assim considerá-la uma decepção do ambiente. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma estabilidade tendendo a queda da Sabesp, divergente do mercado onde a tendência é de alta.

7.1.3 Companhia de Concessões Rodoviárias

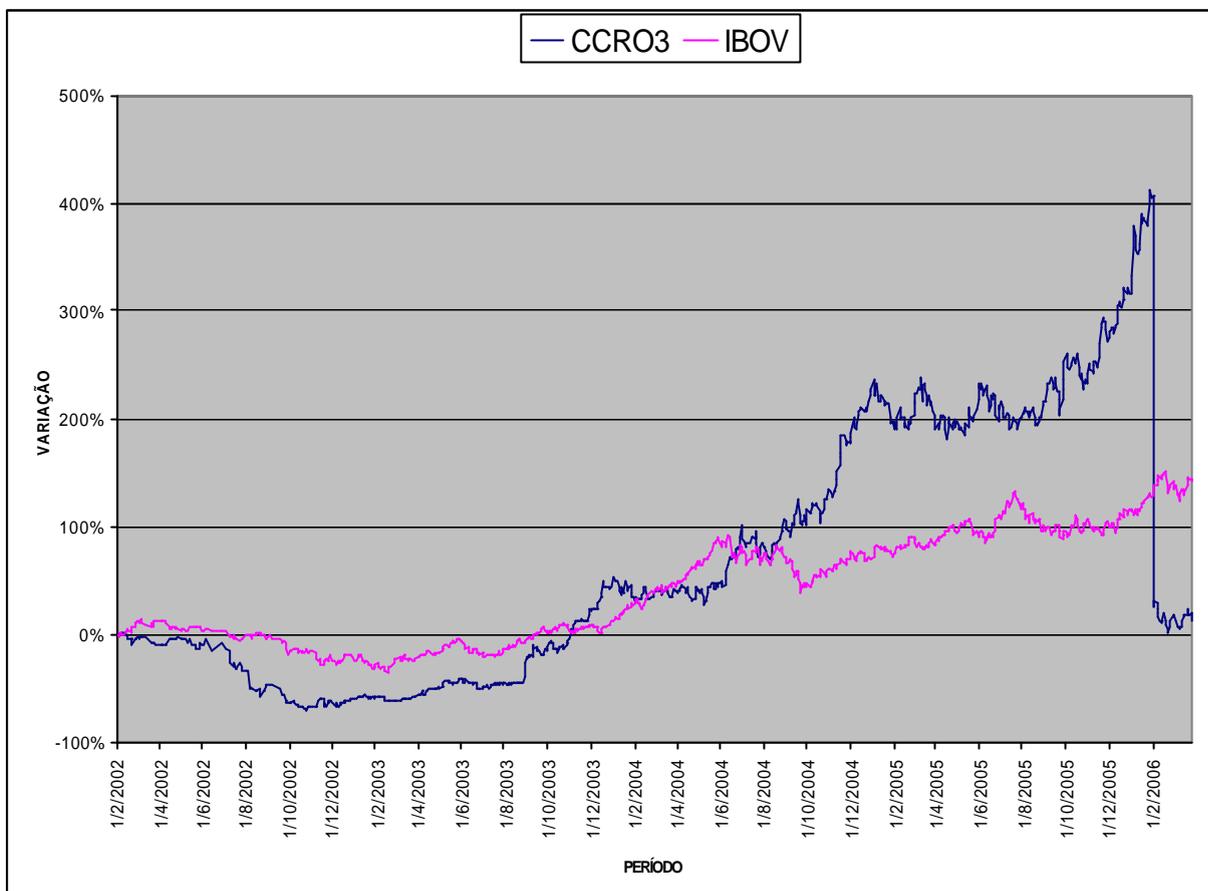


Gráfico 7 – Desempenho da empresa Concessão Rodoviária versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: CCRO3
- Tipo de Sociedade: Nacional Privada
- Área de Atuação: Transporte / Exploração de Rodovias
- Data de fundação: 23/09/1998
- Data de Registro BOVESPA: 30/01/2002
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 01/02/2002
- Valor de Abertura: R\$ 17,77
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 20,03
- Valorização do IBOV: 189,78%
- Valorização no período: 407,60%

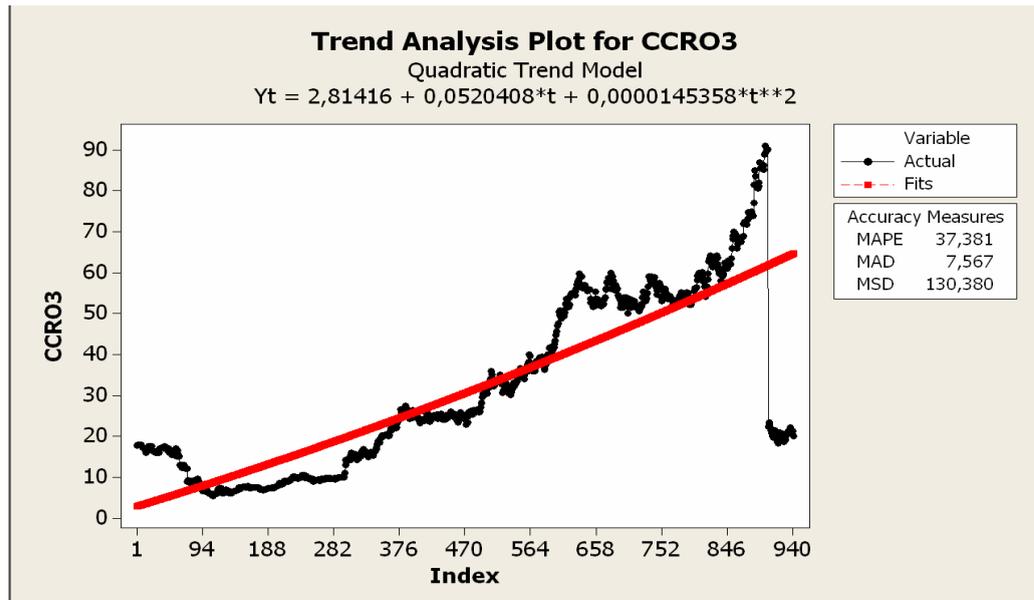


Gráfico 8 – Tendência da empresa Concessão Rodoviária no período.

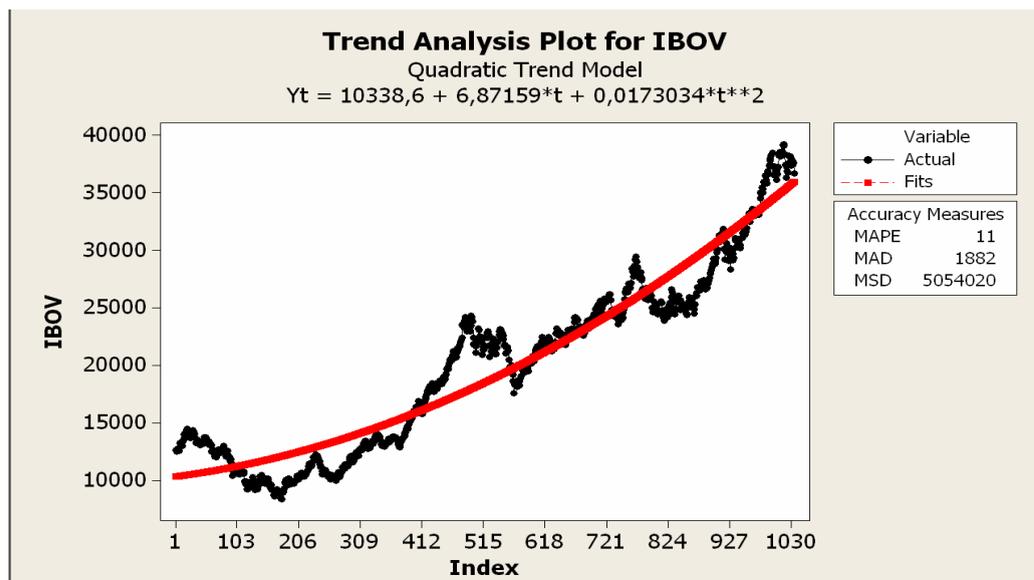


Gráfico 9 – Tendência do IBOV no período.

A Companhia de Concessão de Rodovias aderiu ao Novo Mercado em 30/01/2002 o que nos permitiu analisar por quatro anos seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 407,60% no período, tendo uma evolução 217,82% superior ao índice do mercado BOV, o que nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentre as demais analisadas. Na análise com o software estatístico MINITAB, pudemos verificar uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização muito maior pelo mercado.

7.1.4 Companhia de Saneamento de Minas Gerais

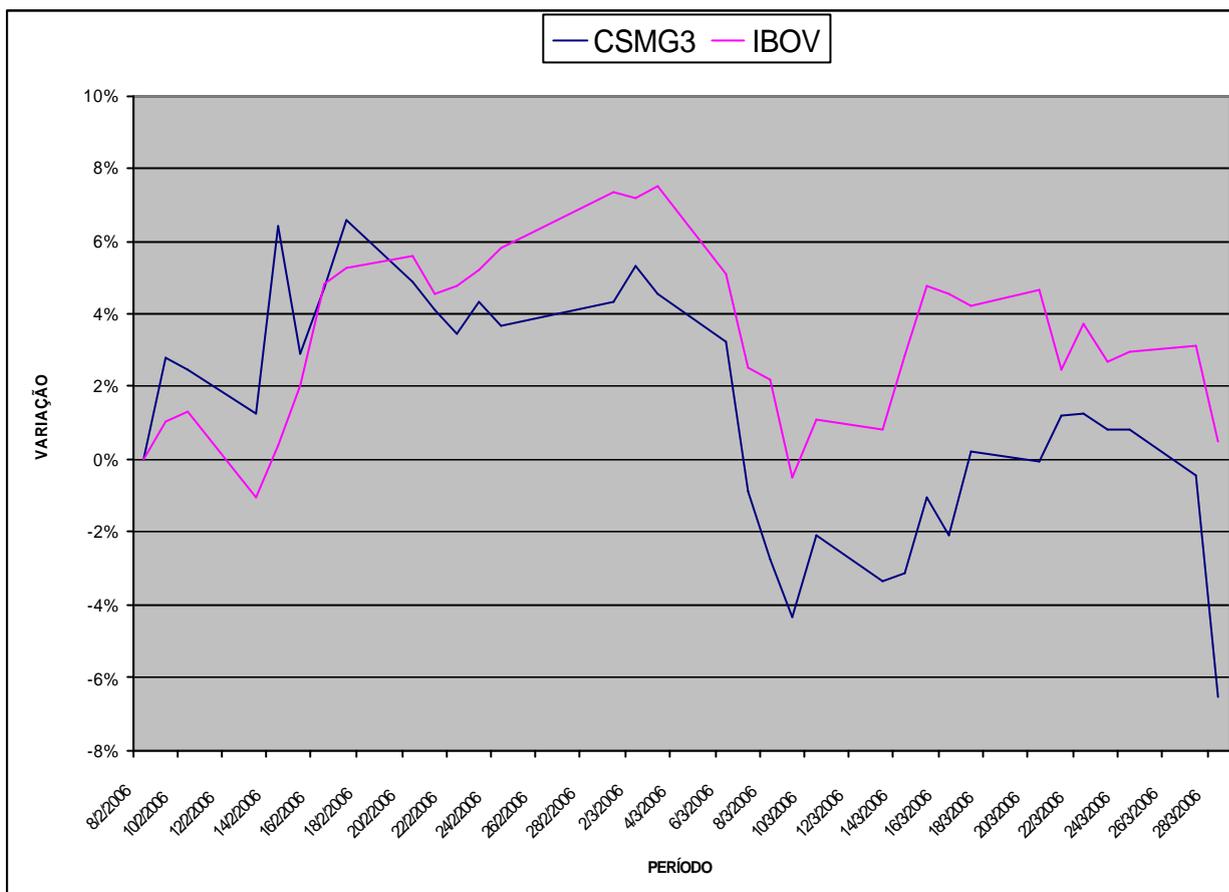


Gráfico 10 – Desempenho da empresa Saneamento MG versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: CSMG3
- Tipo de Sociedade: Estatal
- Área de Atuação: Utilidade Pública / Saneamento Básico
- Data de fundação: 05/07/1963
- Data de Registro BOVESPA: 06/02/2006
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 08/02/2006
- Valor de Abertura: R\$ 24,31
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 22,72
- Valorização do IBOV: 0,50%
- Valorização no período: -6,54%

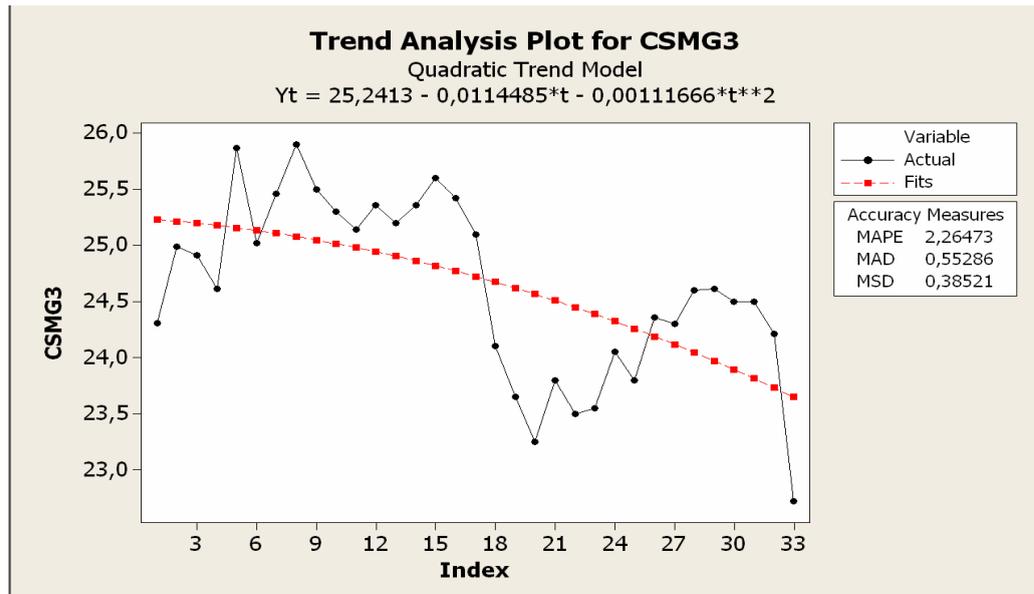


Gráfico 11 – Tendência da empresa Saneamento MG no período.

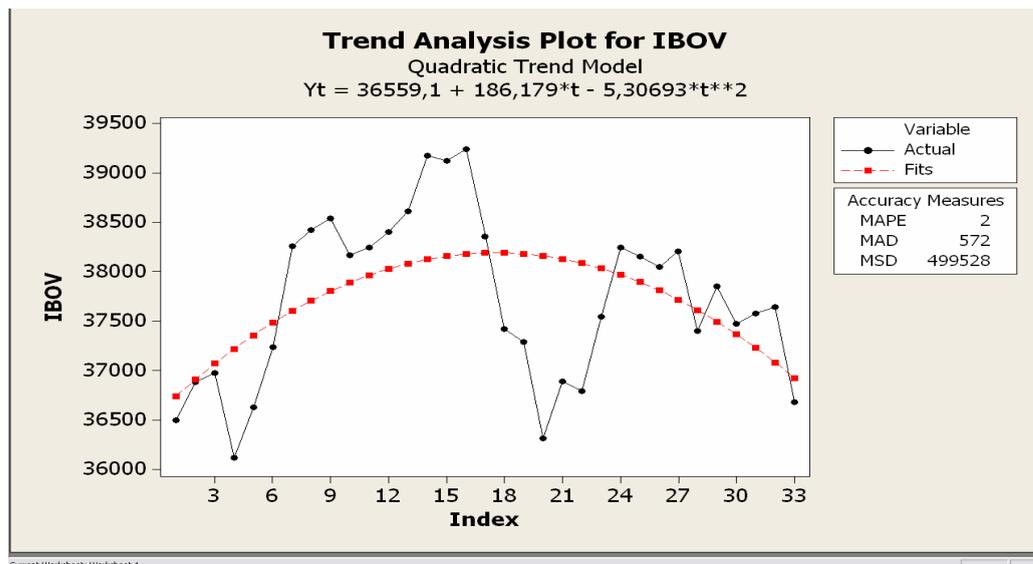


Gráfico 12 – Tendência do IBOV no período.

A Companhia de Saneamento de Minas aderiu ao Novo Mercado em 08/02/2006 o que nos permitiu analisar por apenas dois meses seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização 6,54% no período, tendo um acompanhamento similar ao mercado pois o IBOV também teve uma queda no período. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma tendência de desvalorização da empresa acompanhando a tendência do mercado (IBOV).

7.1.5 Company S. A.

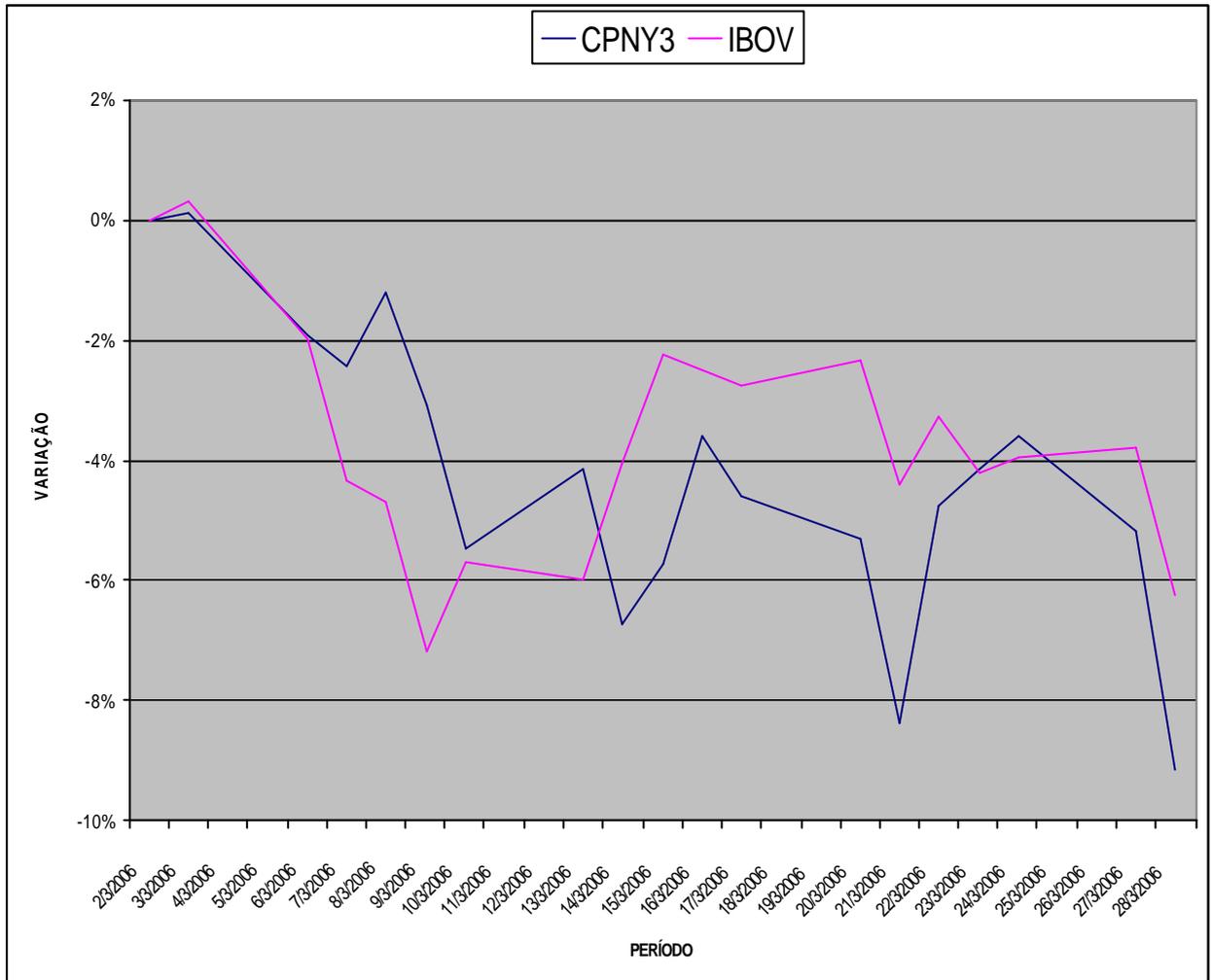


Gráfico 13 – Desempenho da empresa Company versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: CPNY3
- Tipo de Sociedade: Nacional Privada
- Área de Atuação: Construção de Engenharia / Construção
- Data de fundação: 06/12/1982
- Data de Registro BOVESPA: 22/02/2006
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 02/03/2006
- Valor de Abertura: R\$ 18,88
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 17,50
- Valorização do IBOV: -7,31%
- Valorização no período: -6,25%

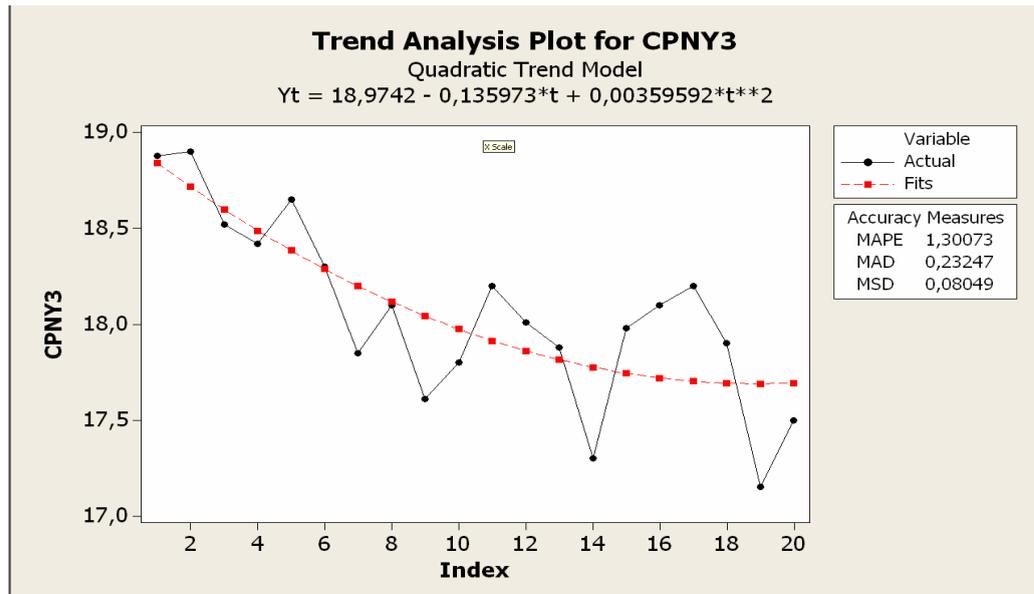


Gráfico 14 – Tendência da empresa Company no período.

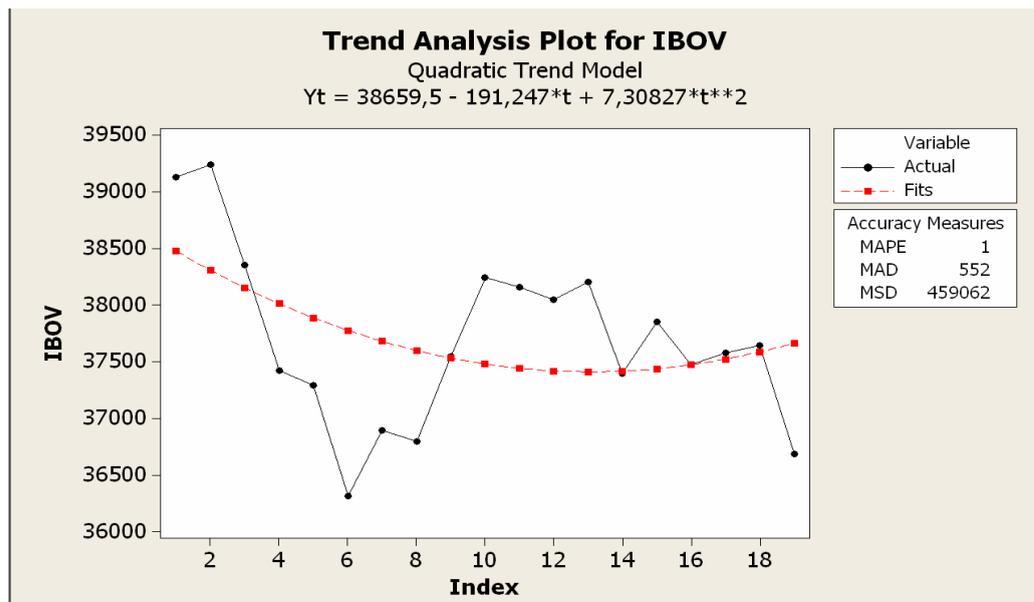


Gráfico 15 – Tendência do IBOV no período.

A Company aderiu ao Novo Mercado em 02/03/2006 o que nos permitiu analisar por apenas um mês seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização 6,25% no período, tendo um acompanhamento similar ao mercado pois o IBOV também teve uma queda no período. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também uma tendência de desvalorização da empresa acompanhando a tendência do mercado (IBOV).

7.1.6 Cosan S. A. Indústria e Comércio

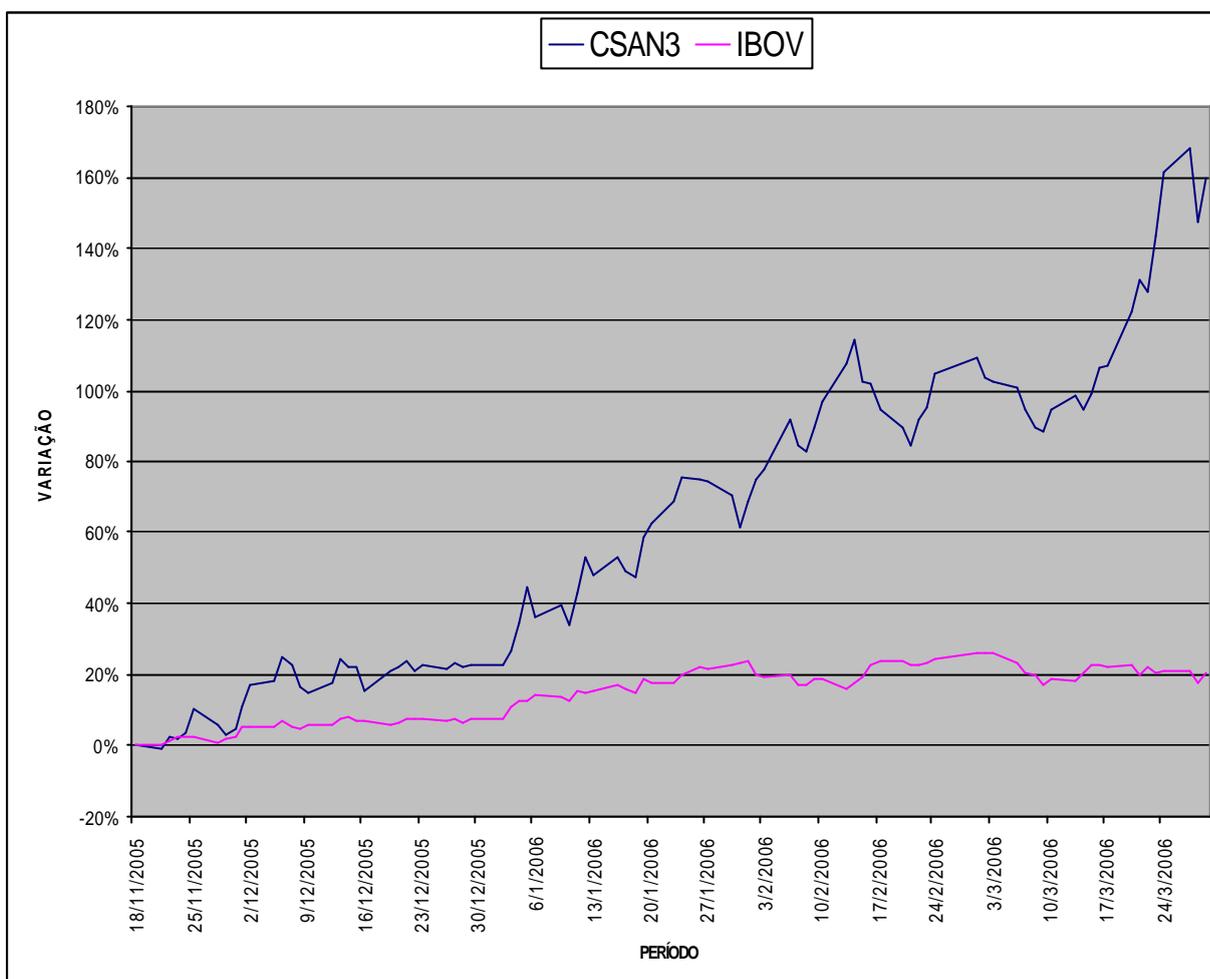


Gráfico 16 – Desempenho da empresa COSAN versus IBOV.

• Código da empresa listada na BOVESPA:	CSAN3
• Tipo de Sociedade:	Nacional Privada
• Área de Atuação:	Sucroalcooleiro
• Data de fundação:	01/01/1936
• Data de Registro BOVESPA:	26/10/2005
• Data de Adesão ao Novo Mercado:	18/11/2005
• Valor de Abertura:	R\$ 55,40
• Valor Atual (28/03/2006):	R\$ 144,00
• Valorização do IBOV:	20,34%
• Valorização no período:	159,93%

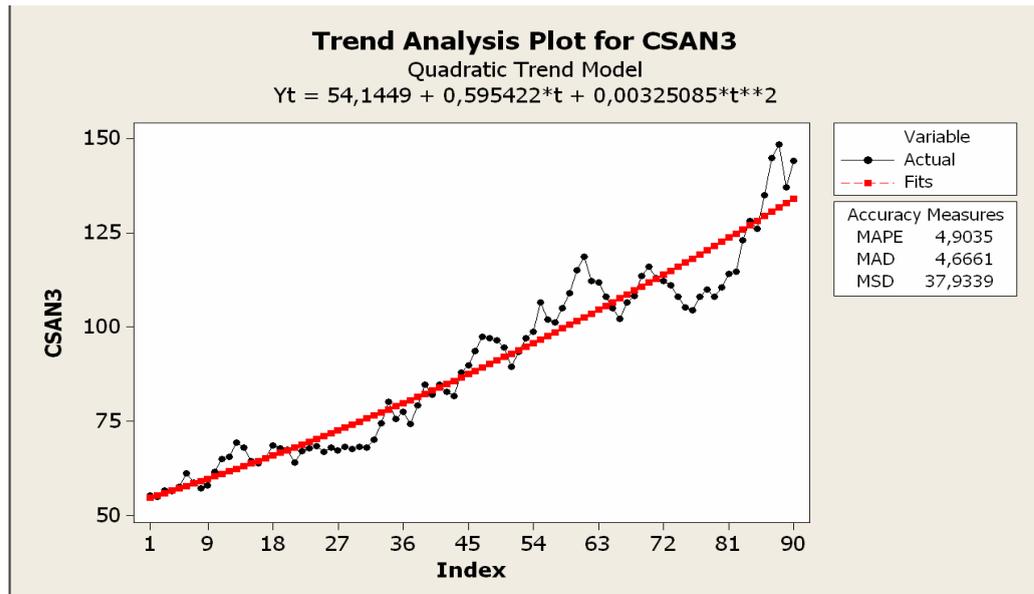


Gráfico 17 – Tendência da empresa COSAN no período.

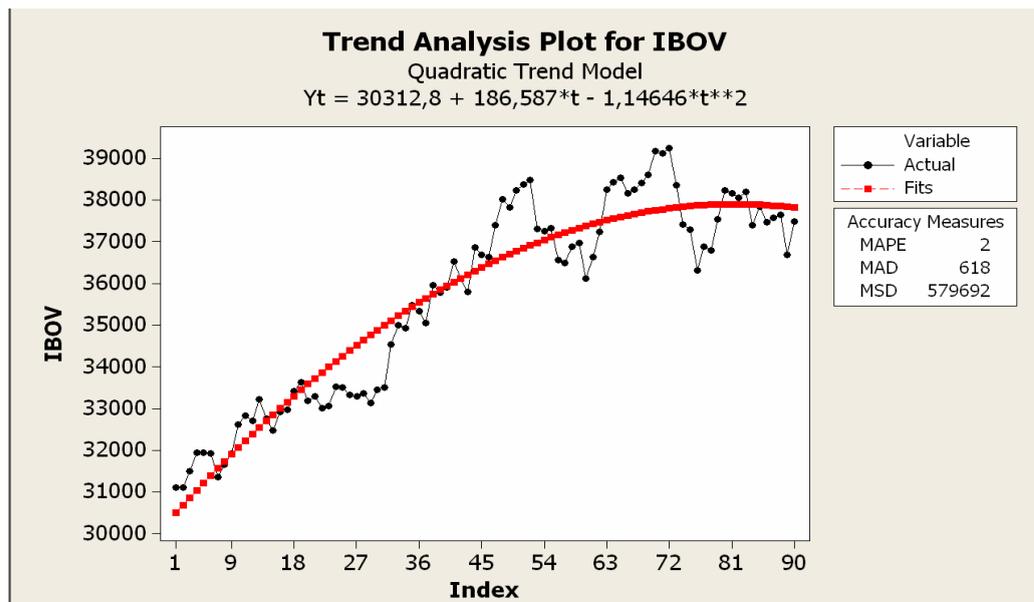


Gráfico 18 – Tendência do IBOV no período.

A Cosan aderiu ao Novo Mercado em 18/01/2005 o que nos permitiu analisar por um ano seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 159,93% no período, tendo uma evolução 139,59% superior ao índice do mercado IBOV, o que também nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentre as demais analisadas. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma disparidade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, pois nota-se a empresa numa tendência positiva, mesmo observando-se um movimento contrário do mercado (IBOV).

7.1.7 CPFL Energia S. A.

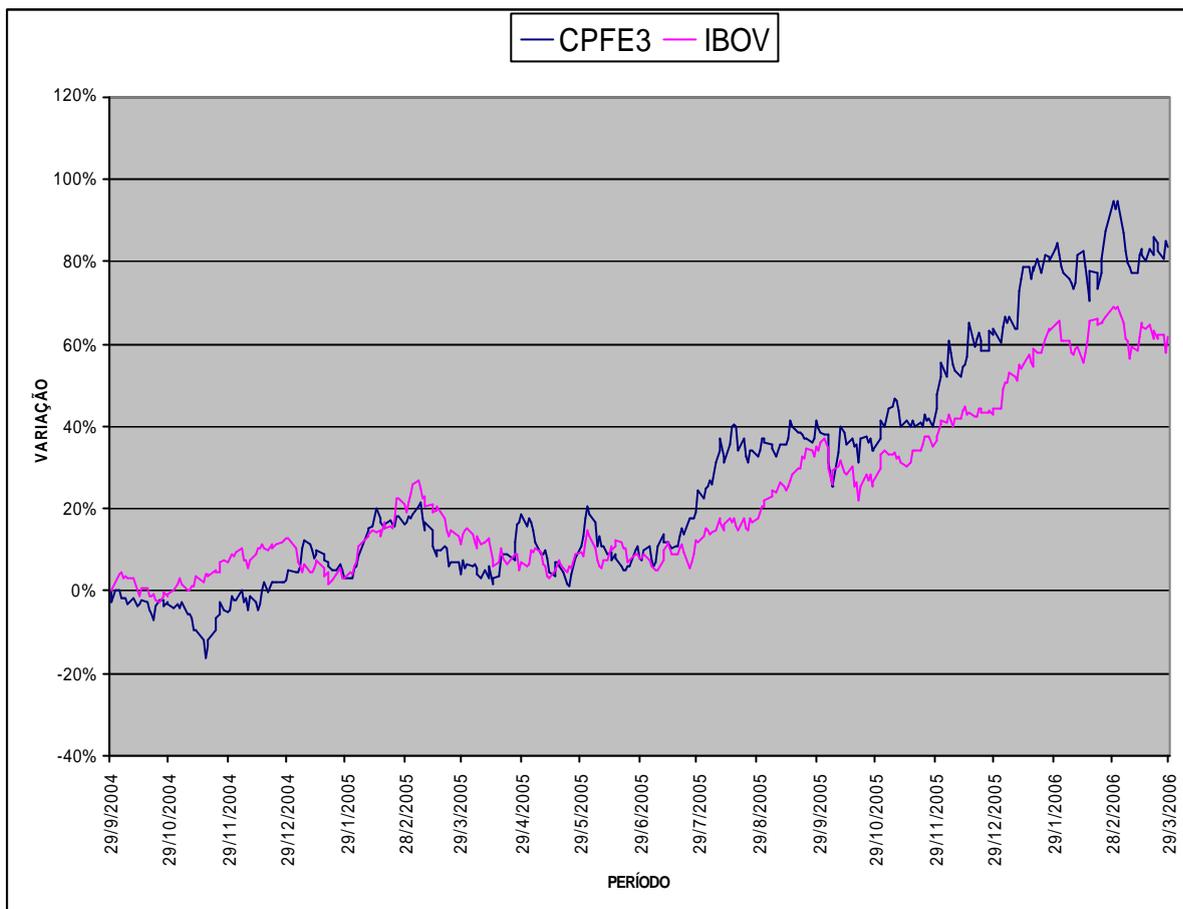


Gráfico 19 – Desempenho da empresa CPFL Energia versus IBOV

- | | |
|---|--------------------------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | CPFE3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Utilidade Pública / Energia Elétrica |
| • Data de fundação: | 20/03/1998 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 18/05/2000 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 29/09/2004 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 17,10 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 31,40 |
| • Valorização do IBOV: | 61,54% |
| • Valorização no período: | 83,63% |

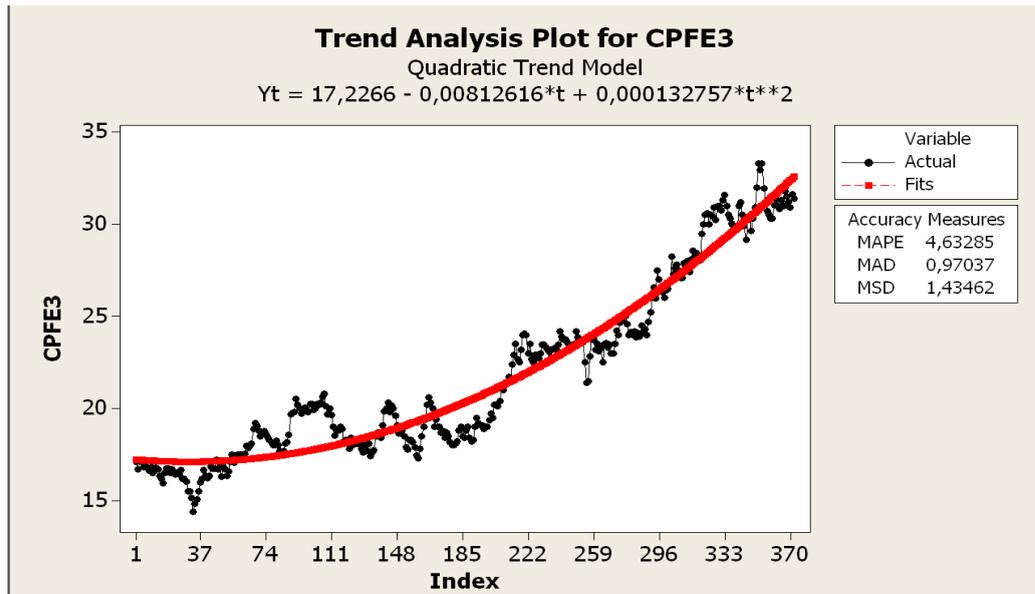


Gráfico 20 – Tendência da empresa CPFL Energia no período.

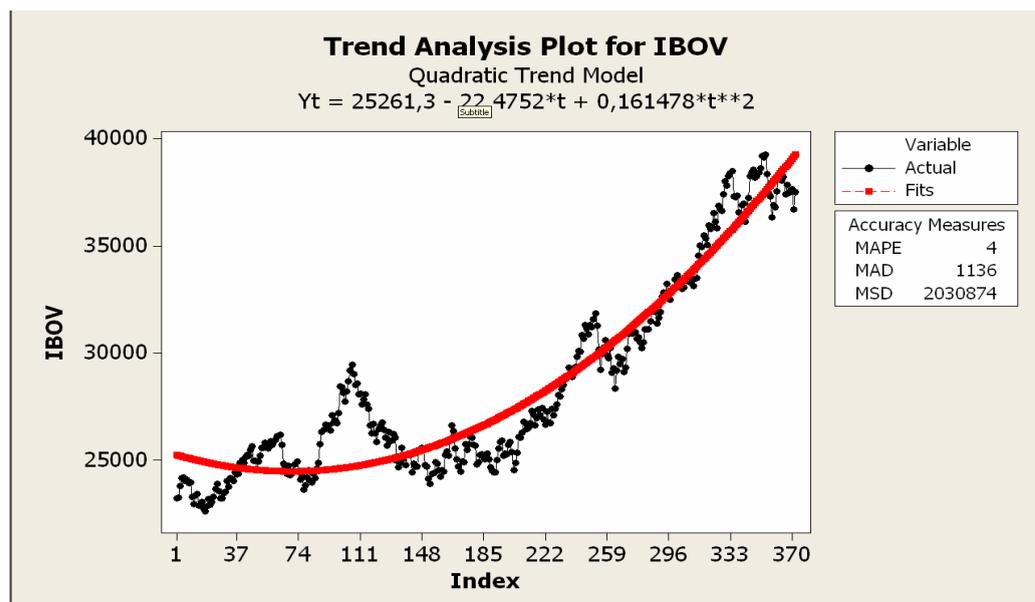


Gráfico 21 – Tendência do IBOV no período.

A CPFL aderiu ao Novo Mercado em 29/09/2004 o que nos permitiu analisar por um ano e meio seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização 83,63% no período, tendo um acompanhamento similar ao mercado pois o IBOV teve um desempenho de 61,54% de valorização no período. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma tendência de valorização da empresa acompanhando também a tendência do mercado (IBOV).

7.1.8 Cyrela Brazil Realty S. A. Empreendimentos e Participações

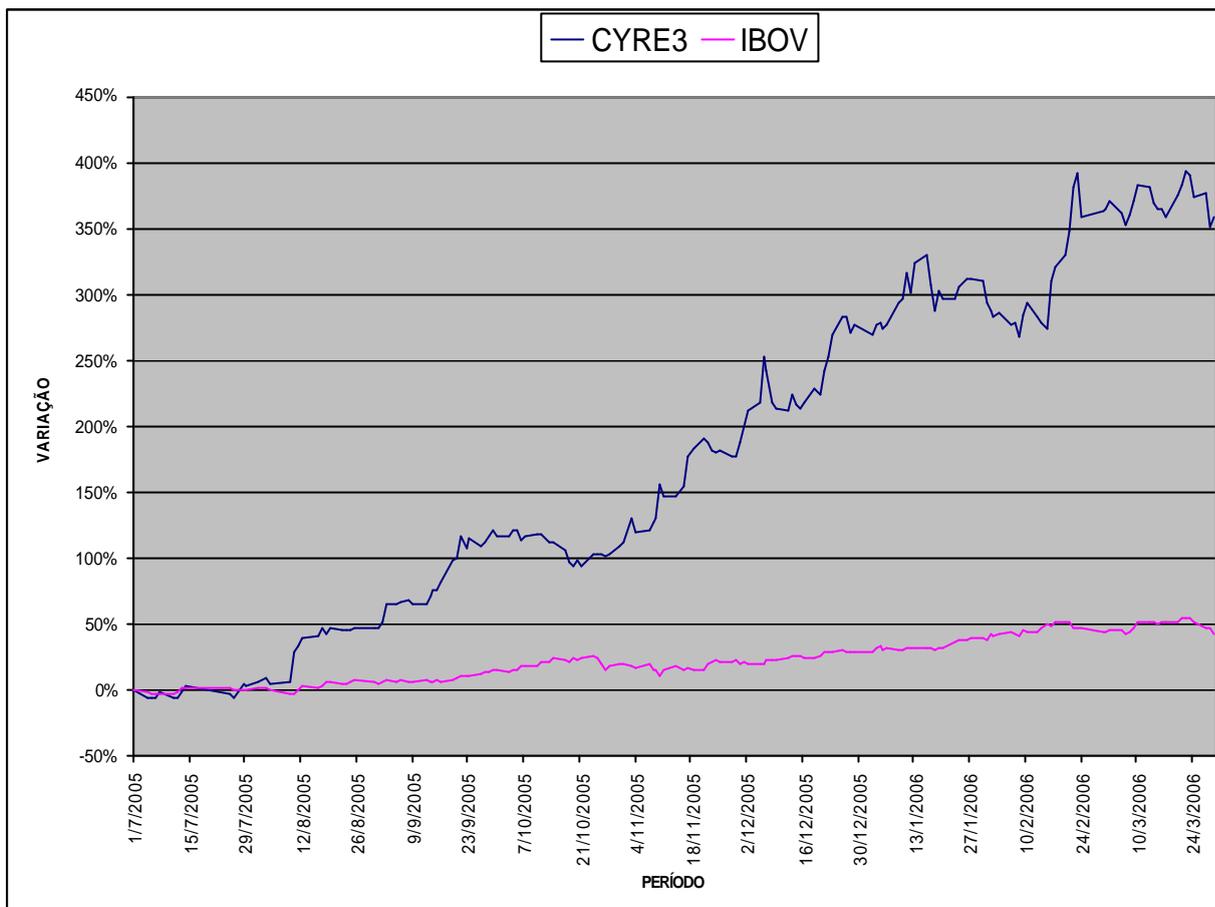


Gráfico 22 – Desempenho da empresa Cyrela Brazil versus IBOV.

- | | |
|---|---|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | CYRE3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Construção de Engenharia / Construção civil |
| • Data de fundação: | 01/12/1993 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 07/07/1994 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 01/07/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 8,50 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 39,00 |
| • Valorização do IBOV: | 48,12% |
| • Valorização no período: | 358,82% |

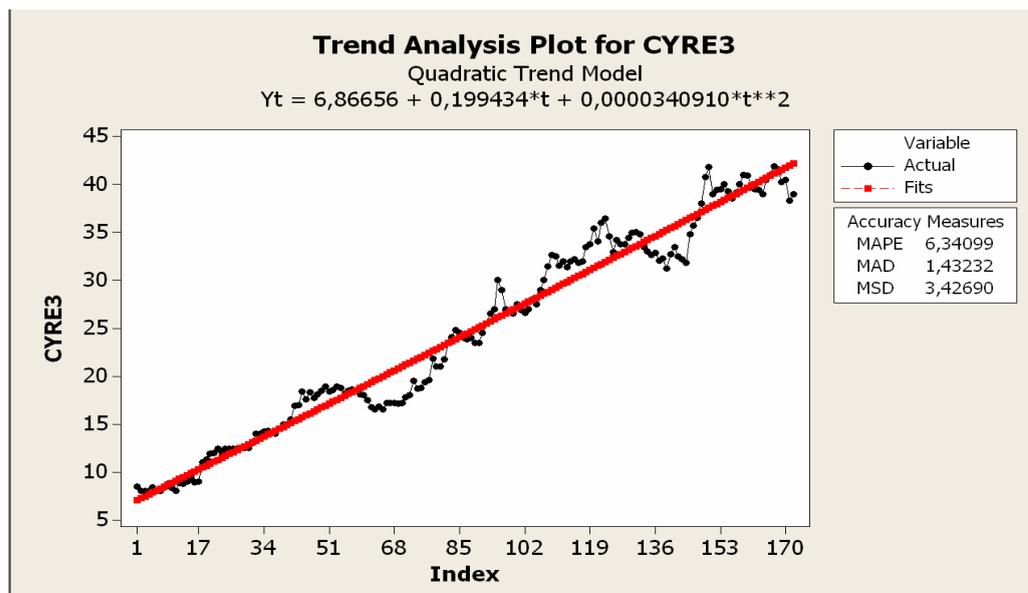


Gráfico 23 – Tendência da empresa Cyrela Brazil no período.

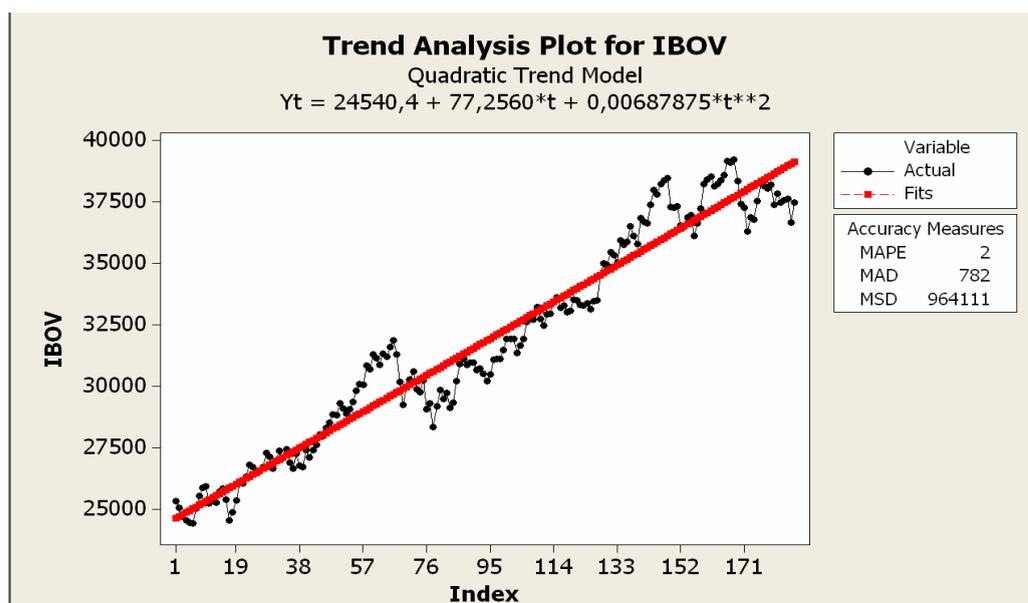


Gráfico 24 – Tendência do IBOV no período.

A Cyrella aderiu ao Novo Mercado em 01/07/2005 o que nos permitiu analisar por oito meses seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 358,82 no período, tendo uma evolução 310,7% superior ao índice do mercado IBOV, o que nos leva a considerar também esta empresa uma estrela dentre as demais analisadas. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência positiva entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização muito maior da Cyrella pelo mercado.

7.1.9 Diagnósticos da América S. A.

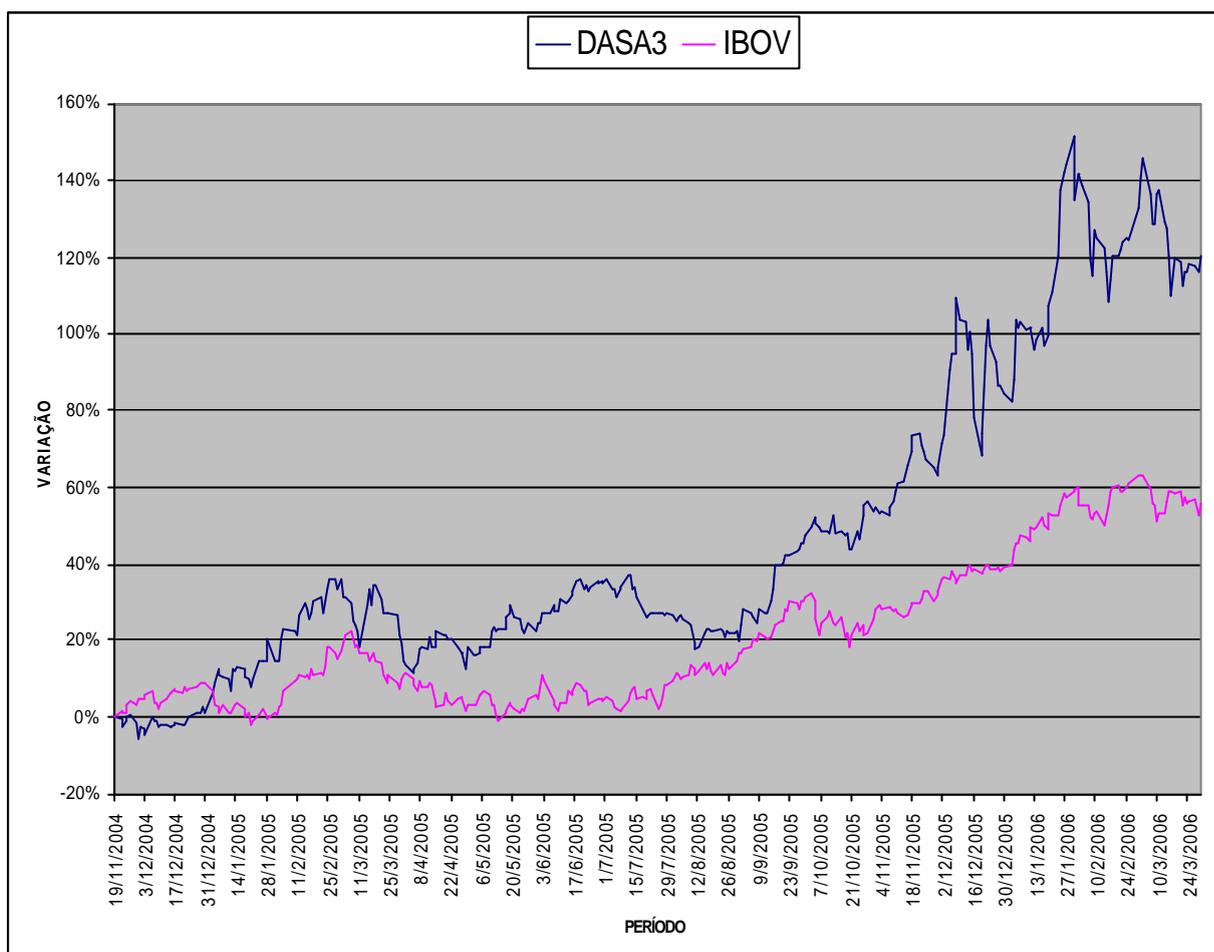


Gráfico 25 – Desempenho da empresa Diagnósticos da América versus IBOV.

- | | |
|---|--|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | DASA3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Serviços Clínicos / Análise e Diagnósticos |
| • Data de fundação: | 01/01/1961 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 05/11/2004 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 19/11/2004 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 23,60 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 52,00 |
| • Valorização do IBOV: | 55,99% |
| • Valorização no período: | 120,34% |

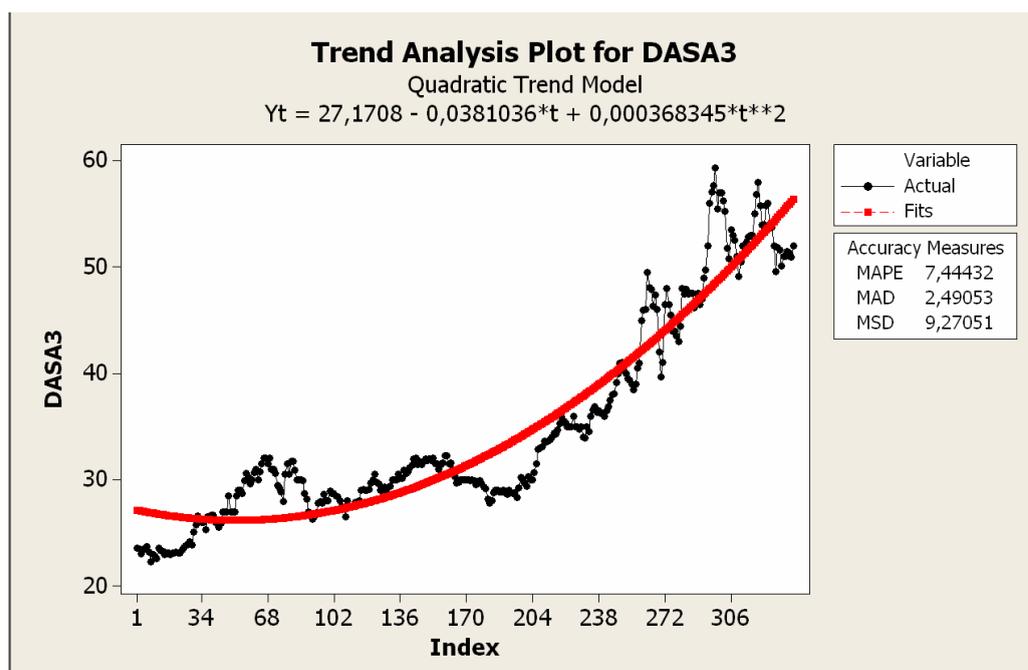


Gráfico 26 – Tendência da empresa Diagnósticos da América no período.

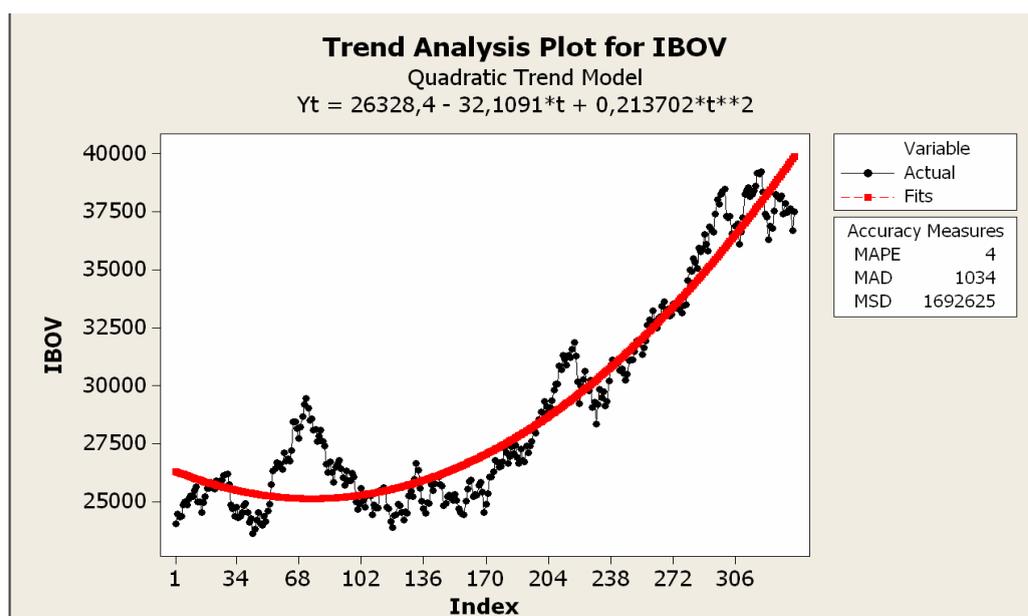


Gráfico 27 – Tendência do IBOV no período.

A Diagnósticos da América aderiu ao Novo Mercado em 19/11/2004 o que nos permitiu analisar por um ano e cinco meses seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 120,34% no período, tendo uma evolução 64,35% superior ao índice do mercado IBOV, o que nos leva a considerá-la uma empresa positiva dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior da DASA pelo mercado.

7.1.10 Energias do Brasil S. A.

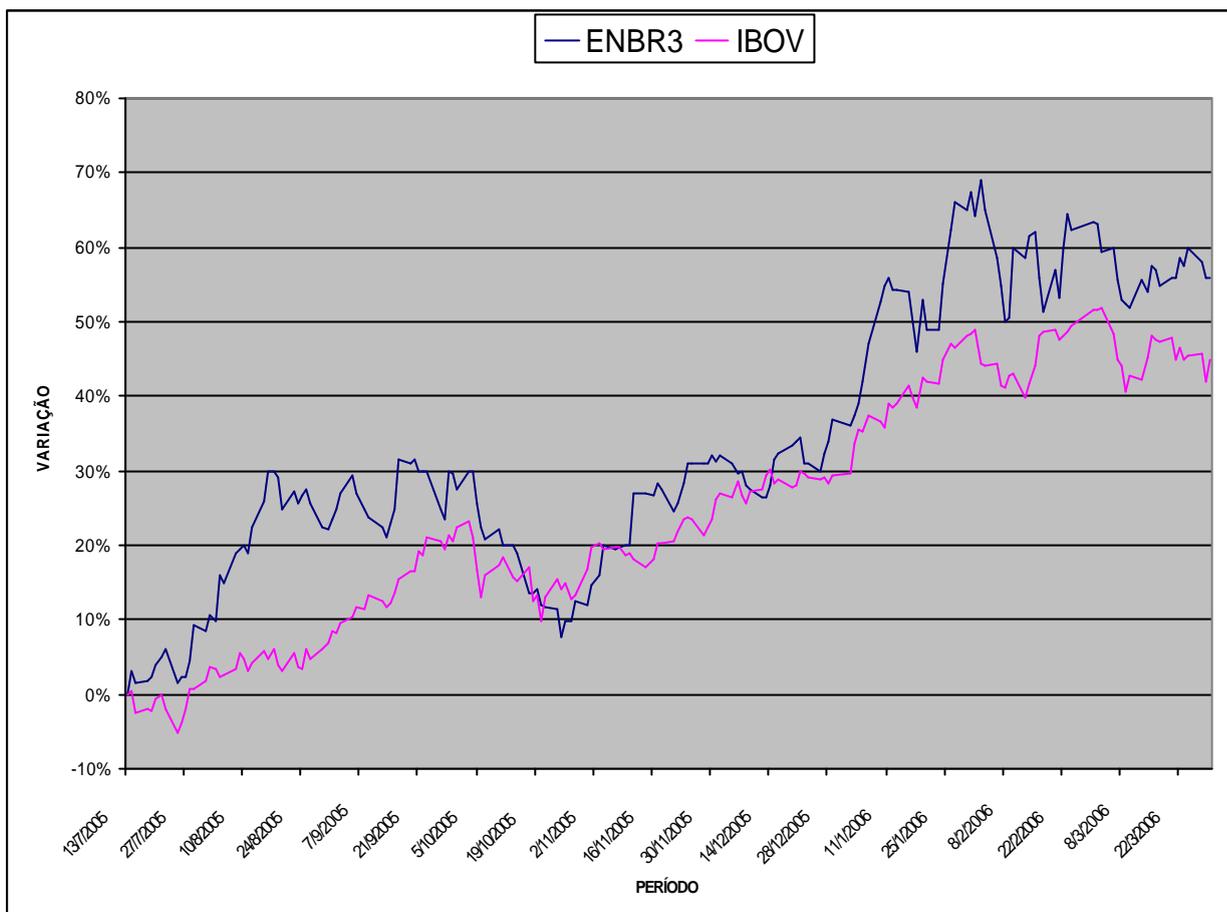


Gráfico 28 – Desempenho da empresa Energia do Brasil versus IBOV.

- | | |
|---|--------------------------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | ENBR3 |
| • Tipo de Sociedade: | Holding estrangeira |
| • Área de Atuação: | Utilidade Pública / Energia Elétrica |
| • Data de fundação: | 01/01/1961 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 01/07/2000 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 13/07/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 20,01 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 31,20 |
| • Valorização do IBOV: | 55,92% |
| • Valorização no período: | 45,00% |

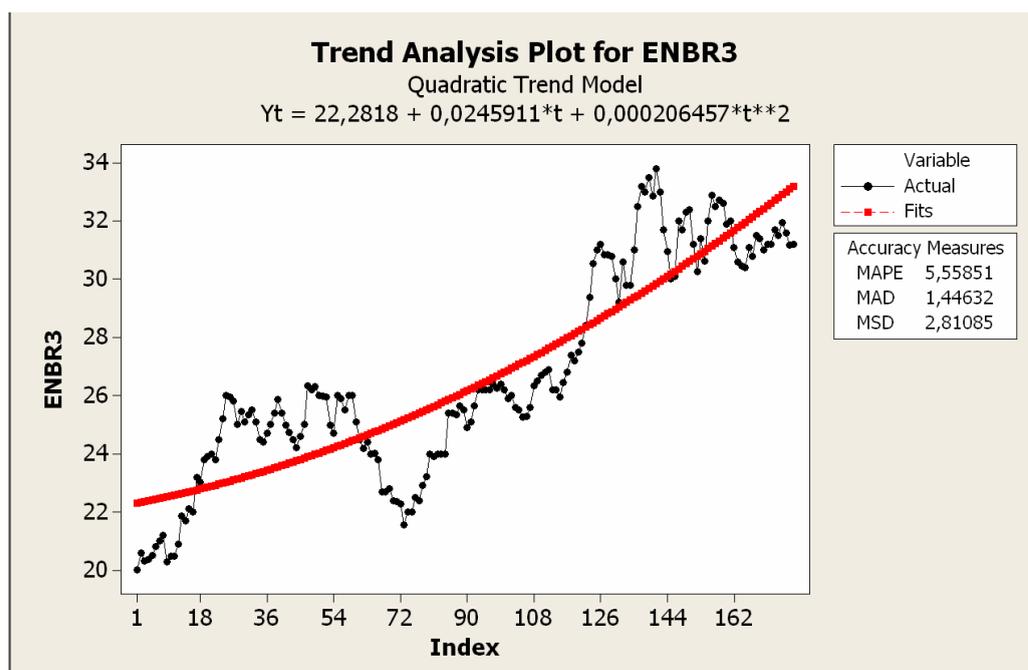


Gráfico 29 – Tendência da empresa Energia do Brasil no período.

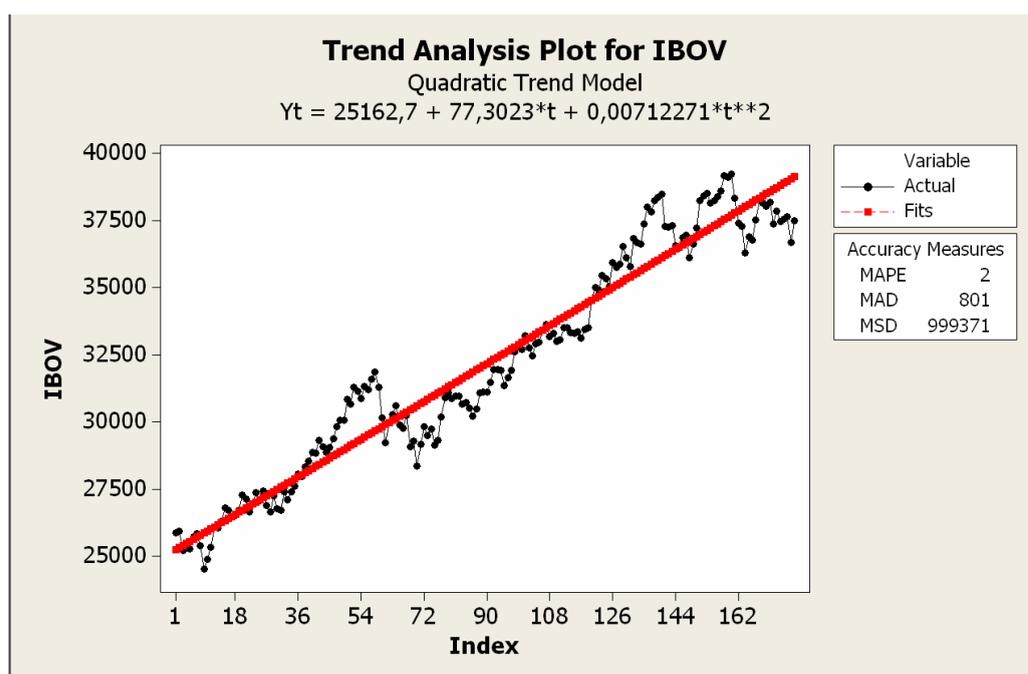


Gráfico 30 – Tendência do IBOV no período.

A Energias do Brasil aderiu ao Novo Mercado em 13/07/2005 o que nos permitiu analisar por oito meses seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 45% no período, tendo uma similaridade total com o índice do mercado IBOV, o que nos leva a considerar esta empresa uma parceira do mercado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também a similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, constatado no comportamento das ações.

7.1.11 Gafisa S. A.

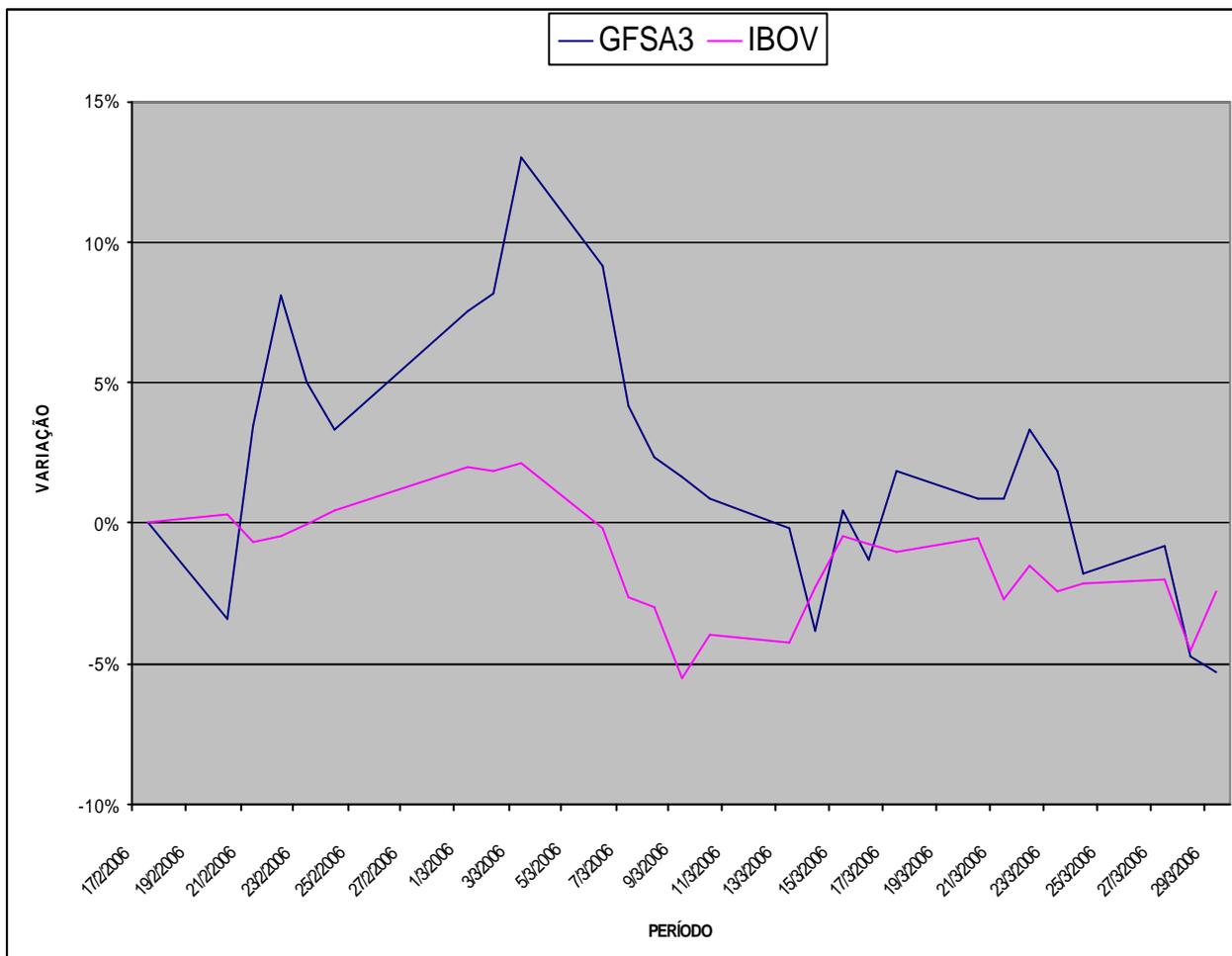


Gráfico 31 – Desempenho da empresa Gafisa versus IBOV.

- | | |
|---|---------------------------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | GFS3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Construção de Engenharia / Construção |
| • Data de fundação: | 30/10/1996 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 21/02/1997 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 17/02/2006 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 23,80 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 22,55 |
| • Valorização do IBOV: | -5,25% |
| • Valorização no período: | -2,42% |

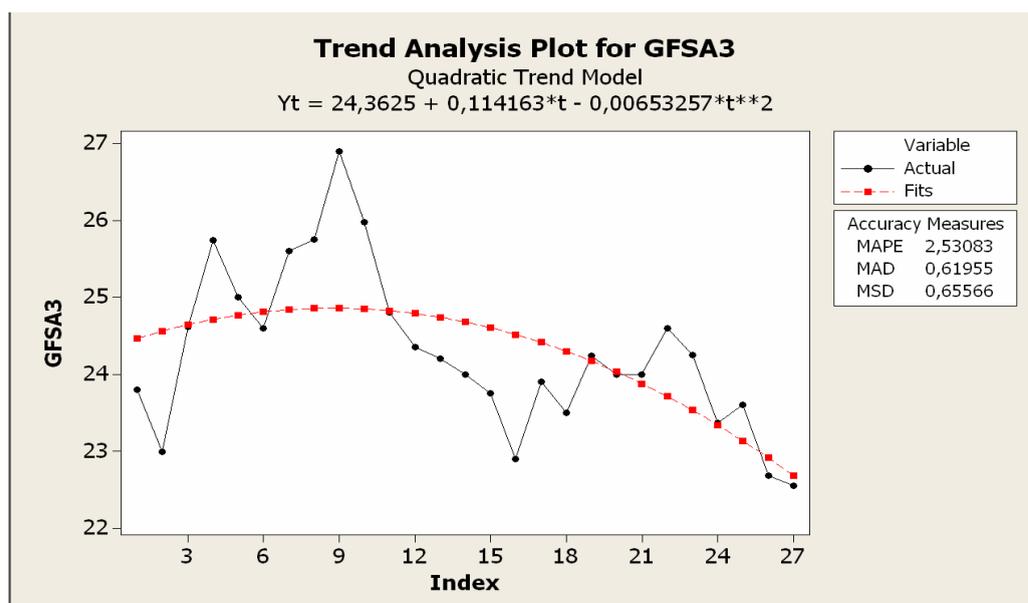


Gráfico 32 – Tendência da empresa Gafisa no período.

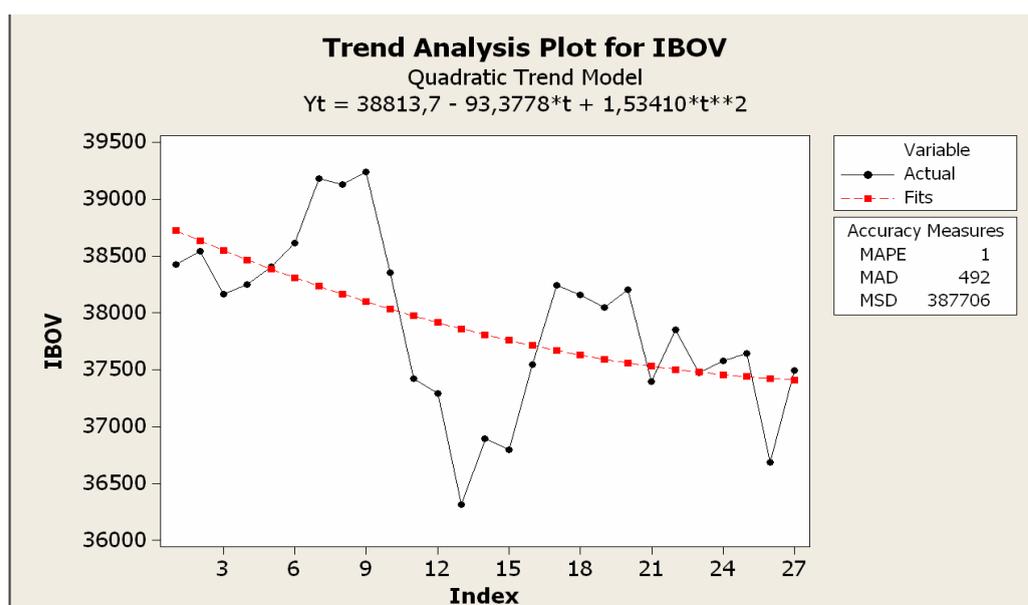


Gráfico 33 – Tendência do IBOV no período.

A Gafisa aderiu ao Novo Mercado em 17/02/2006 o que nos permitiu analisar por apenas 01 mês e meio seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização de 2,42% no período, tendo uma similaridade total com o índice do mercado IBOV (-5,25%), o que nos leva a considerar esta empresa uma parceira do mercado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também a similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, constatado no comportamento das ações.

7.1.12 Grendene S. A.

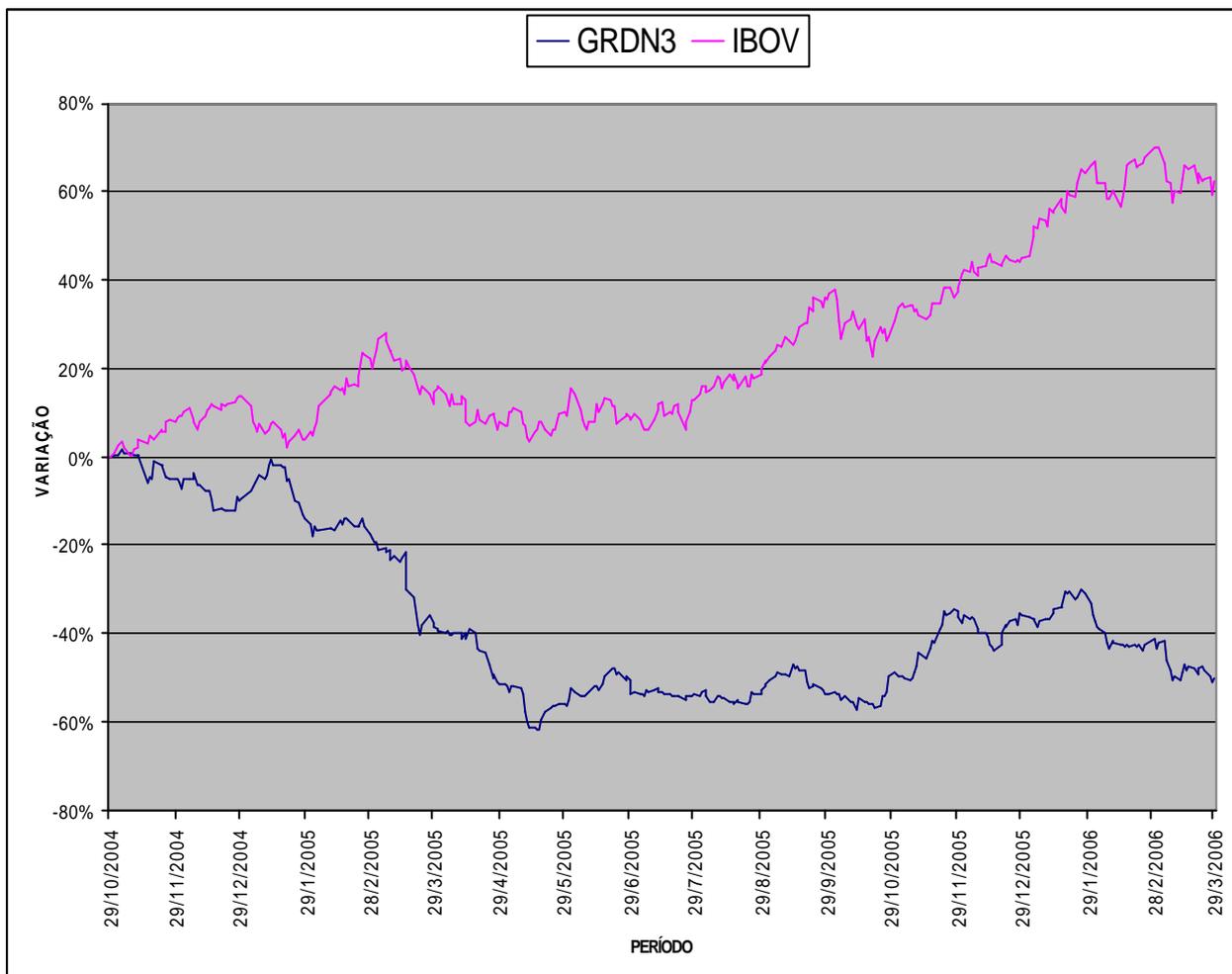


Gráfico 34 – Desempenho da empresa Grandene versus IBOV.

- | | |
|---|--------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | GRDN3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Consumo / Calçados |
| • Data de fundação: | 25/02/1971 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 26/10/2004 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 29/10/2004 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 34,75 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 17,30 |
| • Valorização do IBOV: | 62,64% |
| • Valorização no período: | -50,22% |

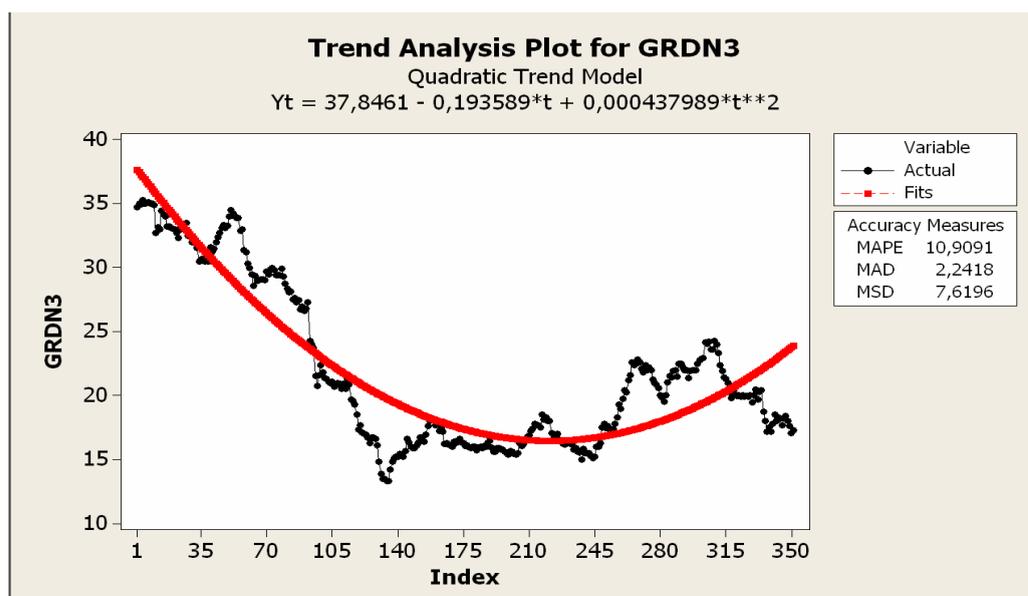


Gráfico 35 – Tendência da Empresa Grandene no período.

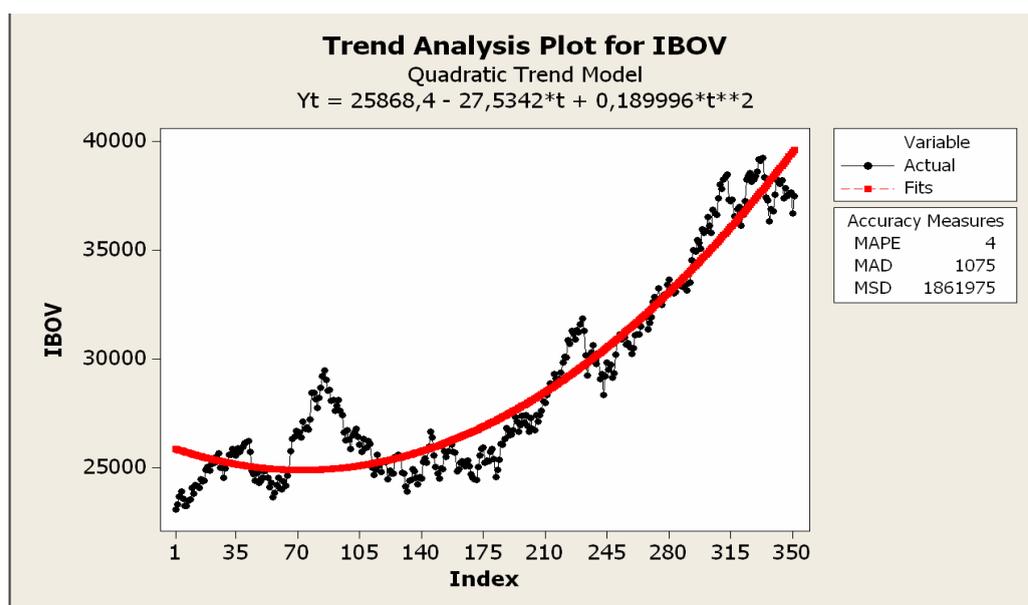


Gráfico 36 – Tendência do IBOV no período.

A Grendene aderiu ao Novo Mercado em 29/10/2004 o que nos permitiu analisar por um ano e meio seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização de 50,22% no período, enquanto que o IBOV teve uma valorização de 62,64%, o que nos remete a considerá-la uma decepção do ambiente. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se a queda do papel com uma tentativa de recuperação enquanto que o mercado está estável e com a tendência de alta.

7.1.13 Localiza Rent a Car S. A.

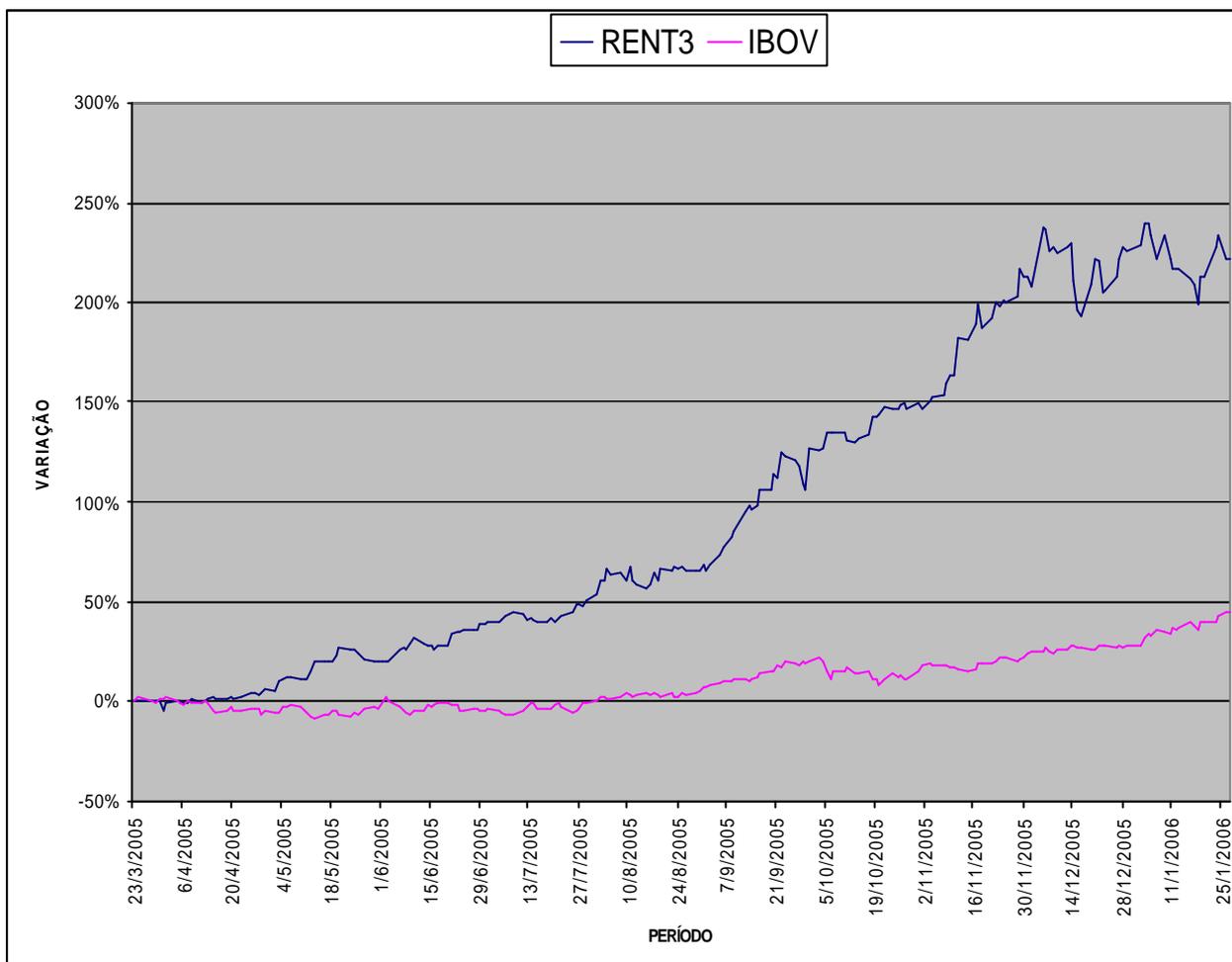


Gráfico 37 – Desempenho da empresa Localiza Rent a Car versus IBOV.

- | | |
|---|-----------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | RENT3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Aluguel de Automóveis |
| • Data de fundação: | 14/09/1973 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 06/05/2005 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 23/05/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 11,50 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 36,99 |
| • Valorização do IBOV: | 42,83% |
| • Valorização no período: | 221,65% |

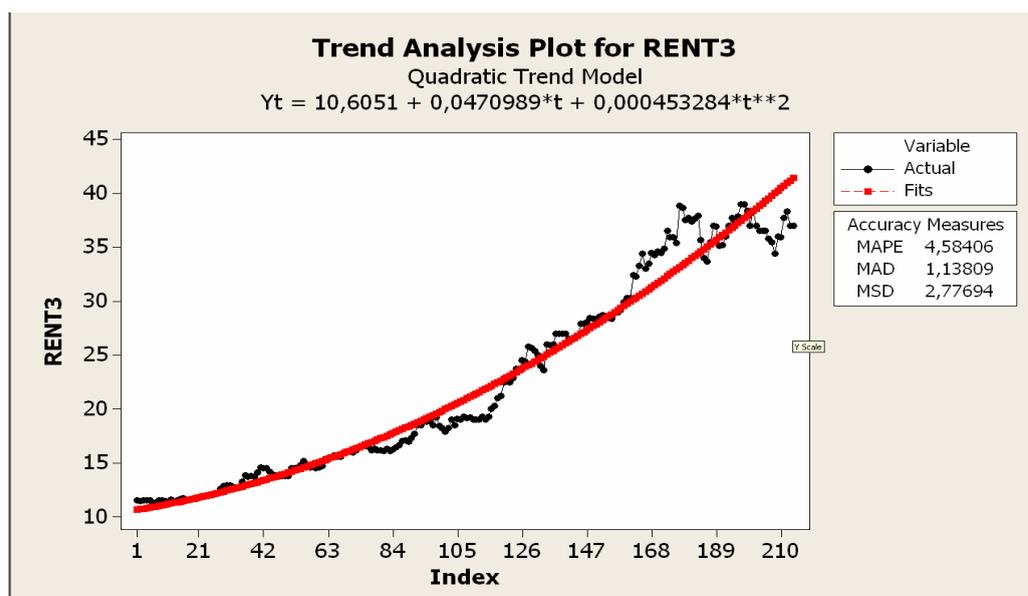


Gráfico 38 – Tendência da empresa Localiza Rent a Car no período.

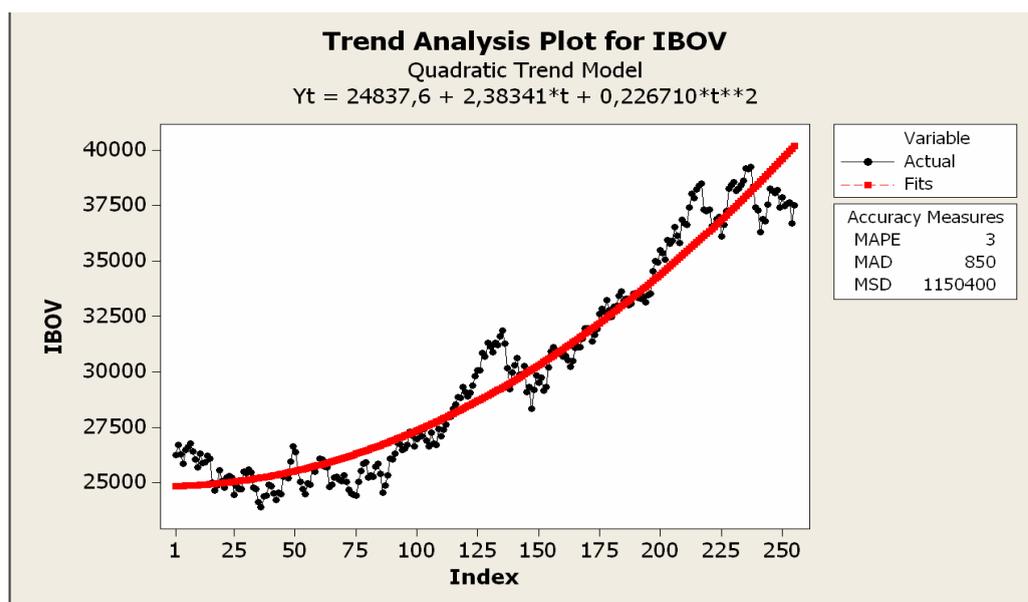


Gráfico 39 – Tendência do IBOV no período.

A Localiza Rent a Car aderiu ao Novo Mercado em 23/03/2005 o que nos permitiu analisar por um ano seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 221,65% no período, tendo uma evolução 178,82% superior ao índice do mercado IBOV (42,83%), o que nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentre do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior da Localiza pelo mercado.

7.1.14 Natura Cosméticos S. A.

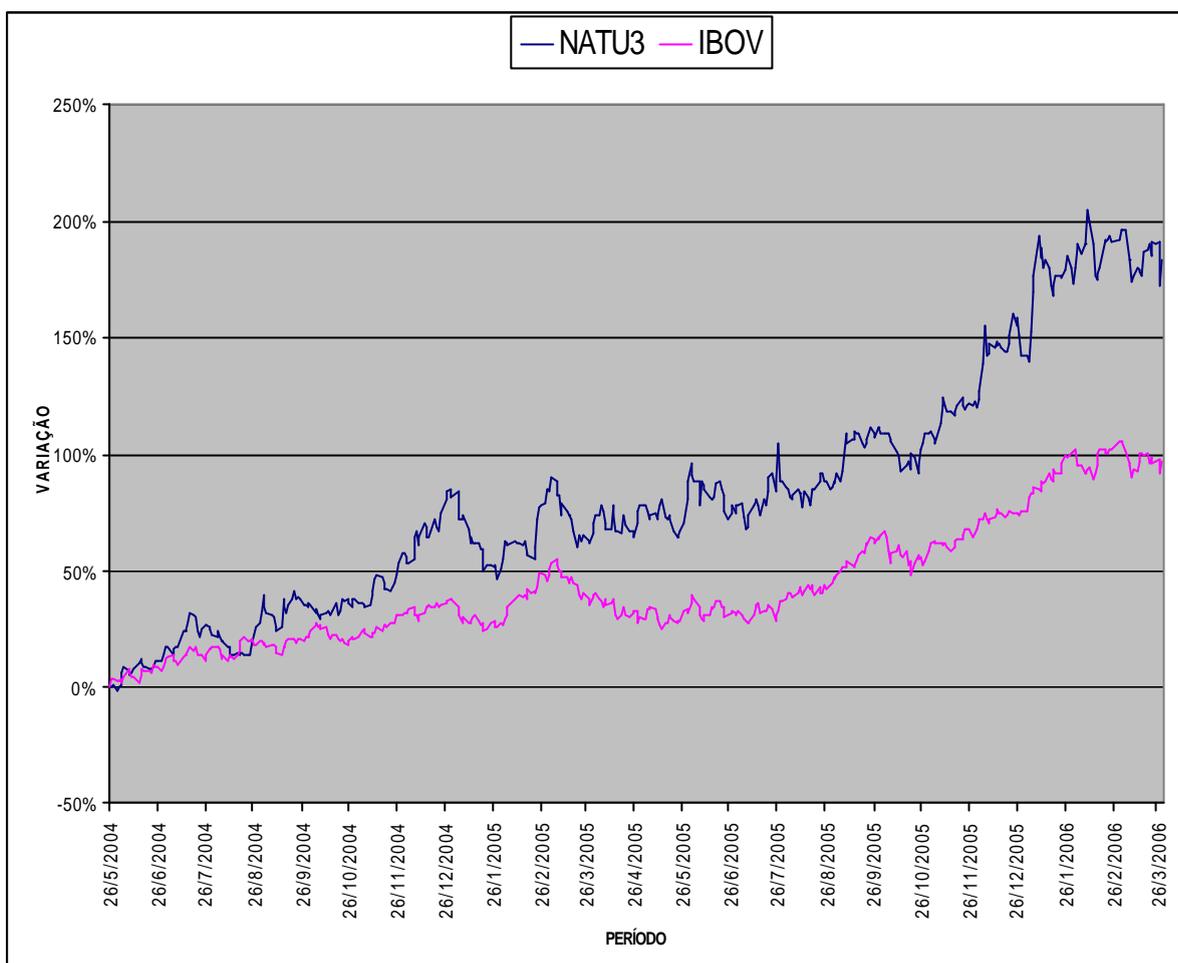


Gráfico 40 – Desempenho da empresa Natura versus IBOV.

• Código da empresa listada na BOVESPA:	NATU3
• Tipo de Sociedade:	Nacional Privada
• Área de Atuação:	Cosméticos
• Data de fundação:	01/01/1969
• Data de Registro BOVESPA:	21/05/2004
• Data de Adesão ao Novo Mercado:	26/05/2004
• Valor de Abertura:	R\$ 42,60
• Valor Atual (28/03/2006):	R\$ 120,75
• Valorização do IBOV:	96,61%
• Valorização no período:	183,45%

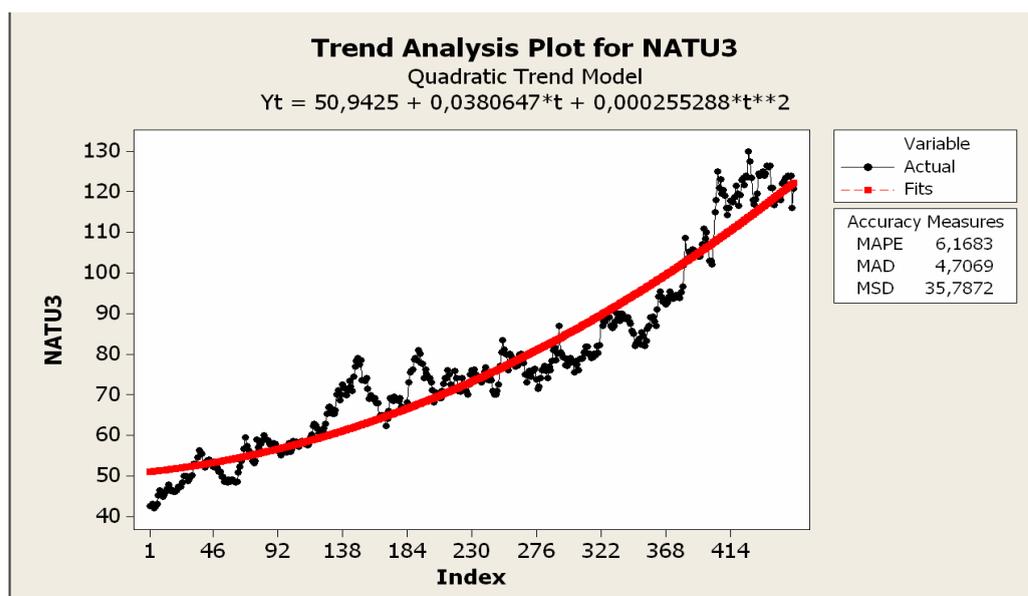


Gráfico 41 – Tendência da empresa Natura no período.

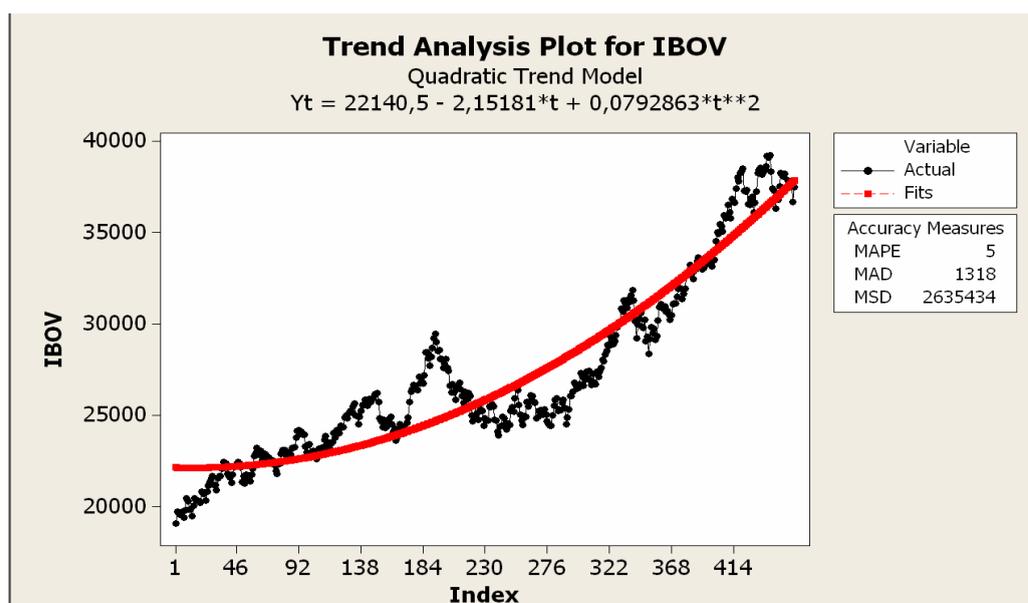


Gráfico 42 – Tendência do IBOV no período.

A Natura aderiu ao Novo Mercado em 26/05/2004 o que nos permitiu analisar por quase dois anos seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 183,45% no período, tendo uma evolução 100% superior ao índice do mercado IBOV (96,61%), o que nos leva a considerá-la uma empresa positiva dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior da Natura pelo mercado.

7.1.15 Lojas Renner S. A.

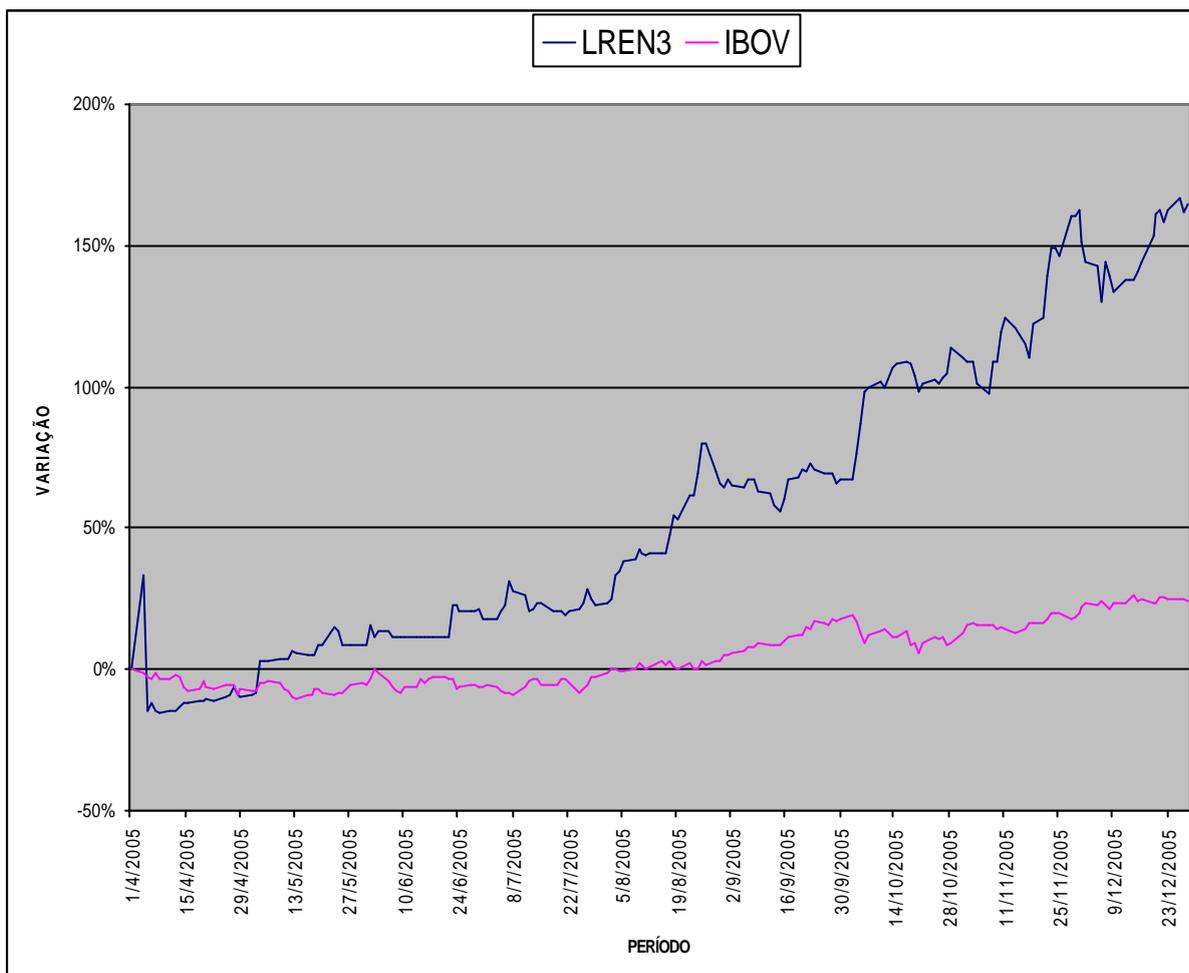


Gráfico 43 – Desempenho da empresa Lojas Renner versus IBOV.

- | | |
|---|-----------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | LREN3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Comércio de Vestuário |
| • Data de fundação: | 10/06/1965 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 03/01/1973 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 01/07/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 45,00 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 119,00 |
| • Valorização do IBOV: | 40,03% |
| • Valorização no período: | 164,44% |

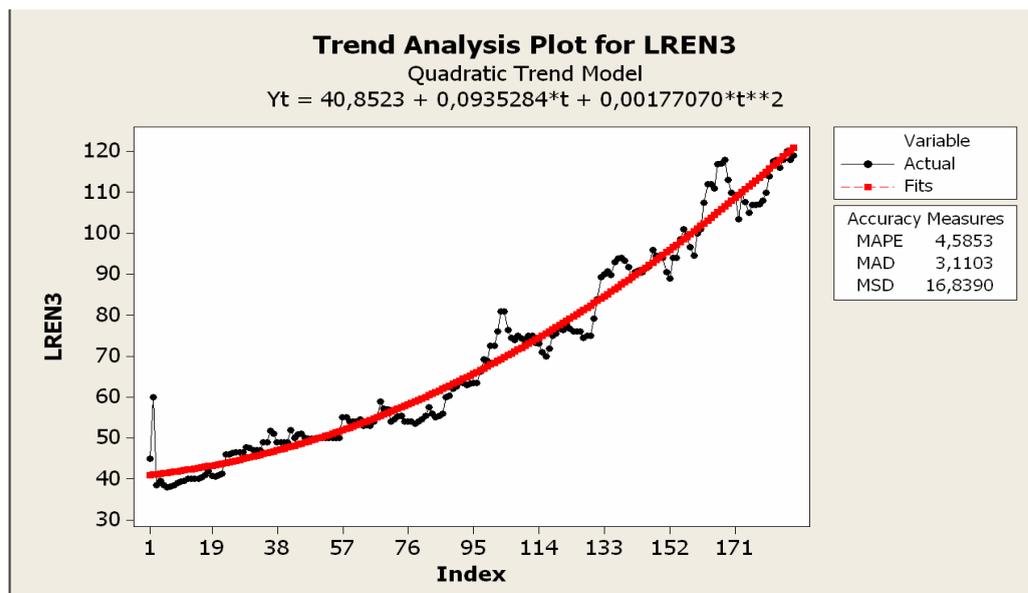


Gráfico 44 – Tendência da empresa Lojas Renner no período.

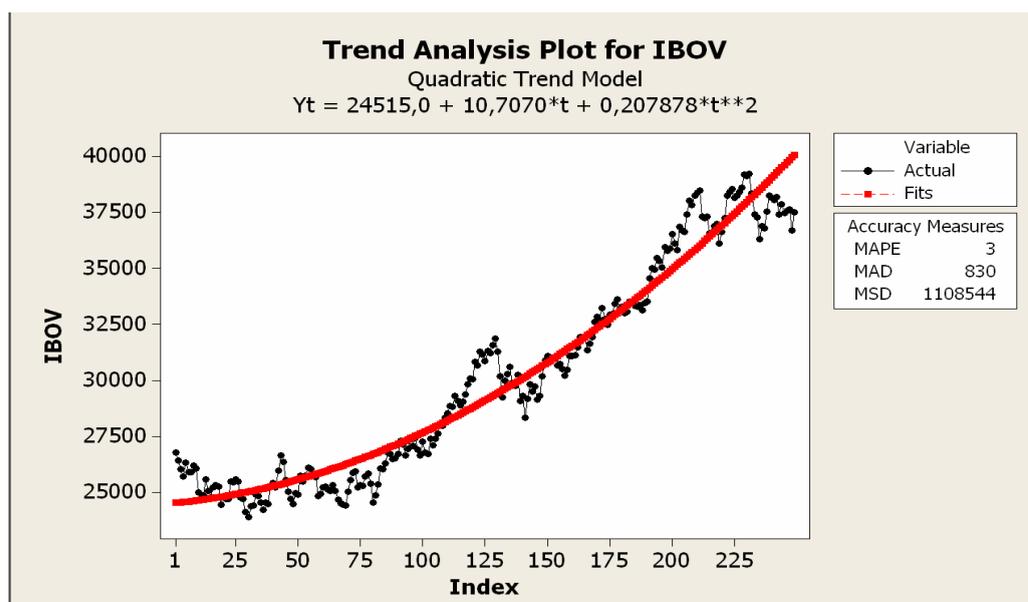


Gráfico 45 – Tendência do IBOV no período.

A Renner aderiu ao Novo Mercado em 01/04/2005 o que nos permitiu analisar por um ano seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 164,44% no período, tendo uma evolução 124,41% superior ao índice do mercado IBOV (40,03%), o que nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior da Renner pelo mercado.

7.1.16 Obrascon Huarte Lain Brasil S. A.

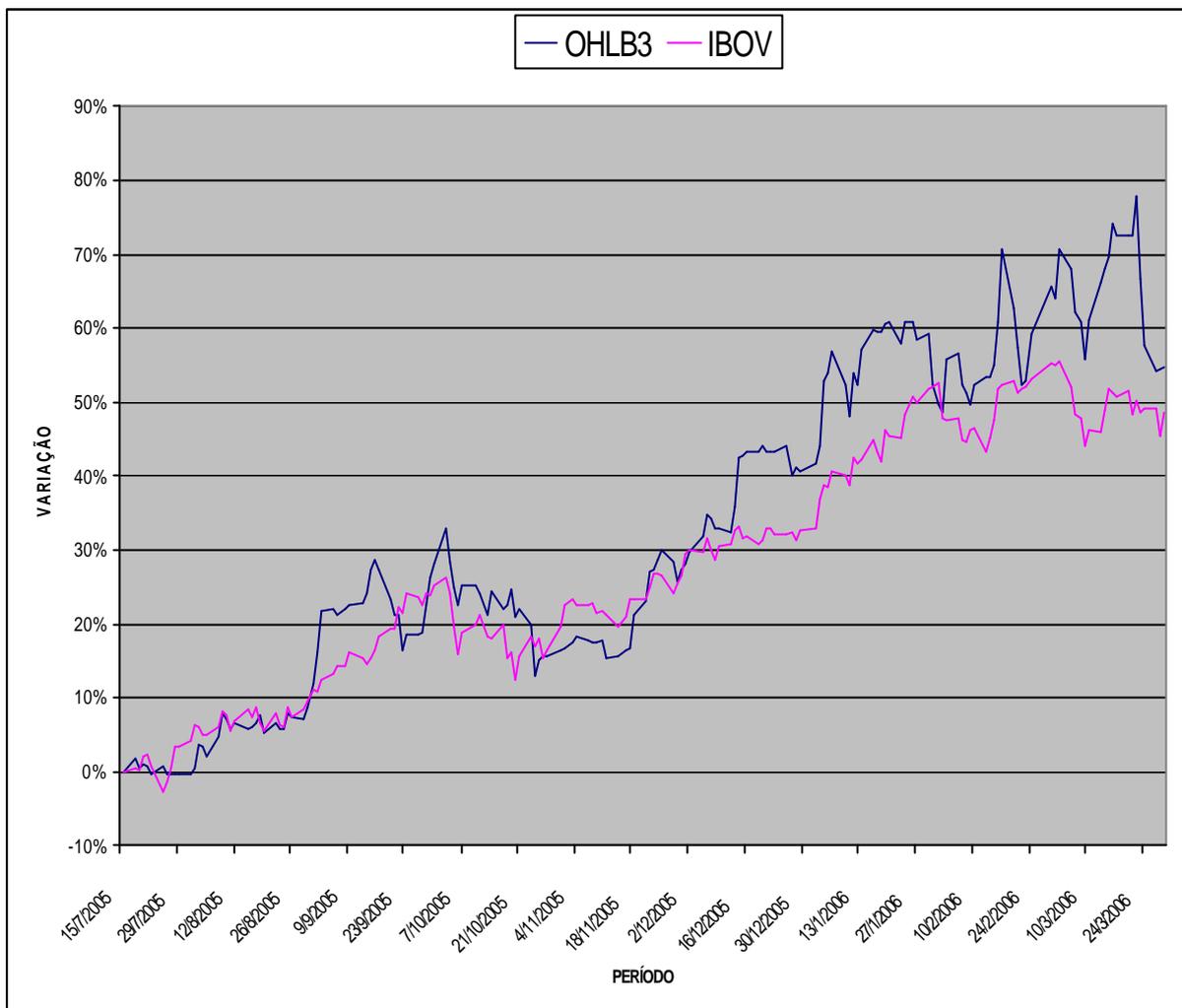


Gráfico 46 – Desempenho da empresa Obrascon Huarte Lain versus IBOV.

- | | |
|---|-------------------------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | OHBL3 |
| • Tipo de Sociedade: | Estrangeira |
| • Área de Atuação: | Transporte e Exploração de rodovias |
| • Data de fundação: | 09/11/1998 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 05/07/2005 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 15/07/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 18,05 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 27,90 |
| • Valorização do IBOV: | 54,57% |
| • Valorização no período: | 48,65% |

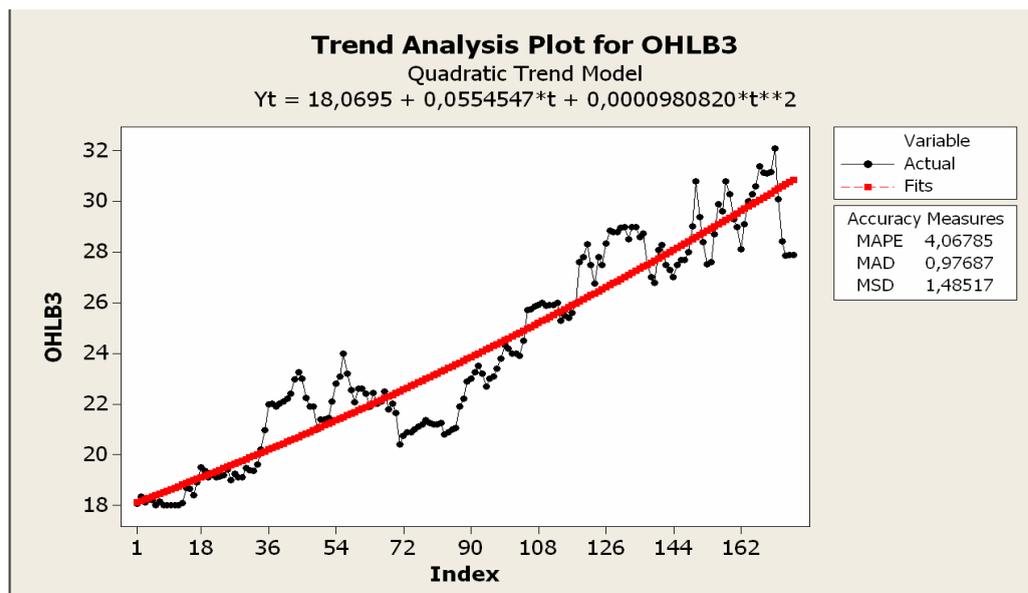


Gráfico 47 – Tendência da empresa Obrascon Huarte Lain no período.

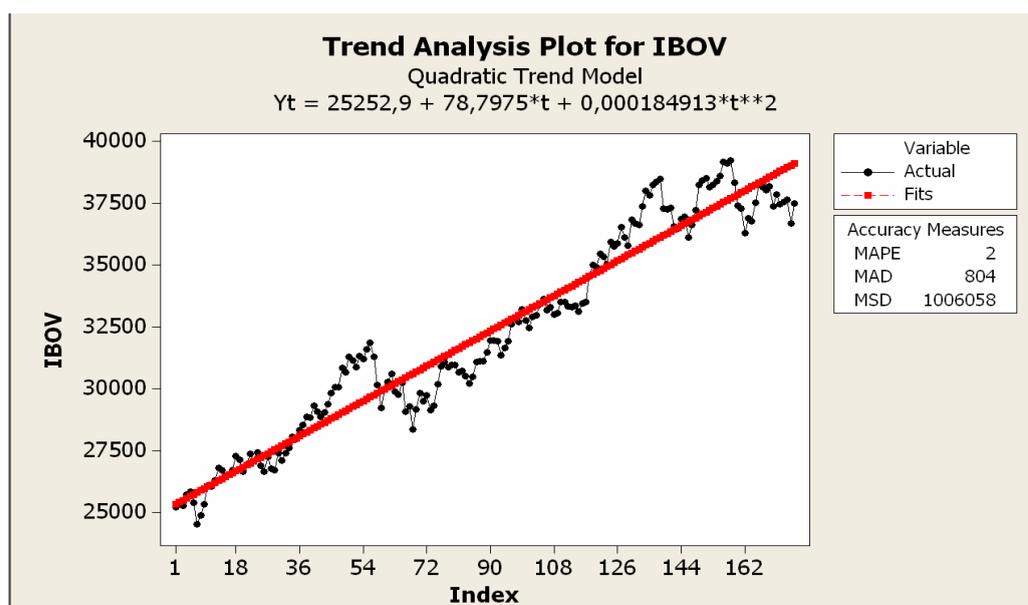


Gráfico 48 – Tendência do IBOV no período.

A Obrascon aderiu ao Novo Mercado em 15/07/2005 o que nos permitiu analisar por oito meses seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 48,65% no período, tendo uma similaridade total com o índice do mercado IBOV (54,57%), o que nos leva a considerar esta empresa uma parceira do mercado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também a similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, constatado no comportamento das ações

7.1.17 Porto Seguro S. A.

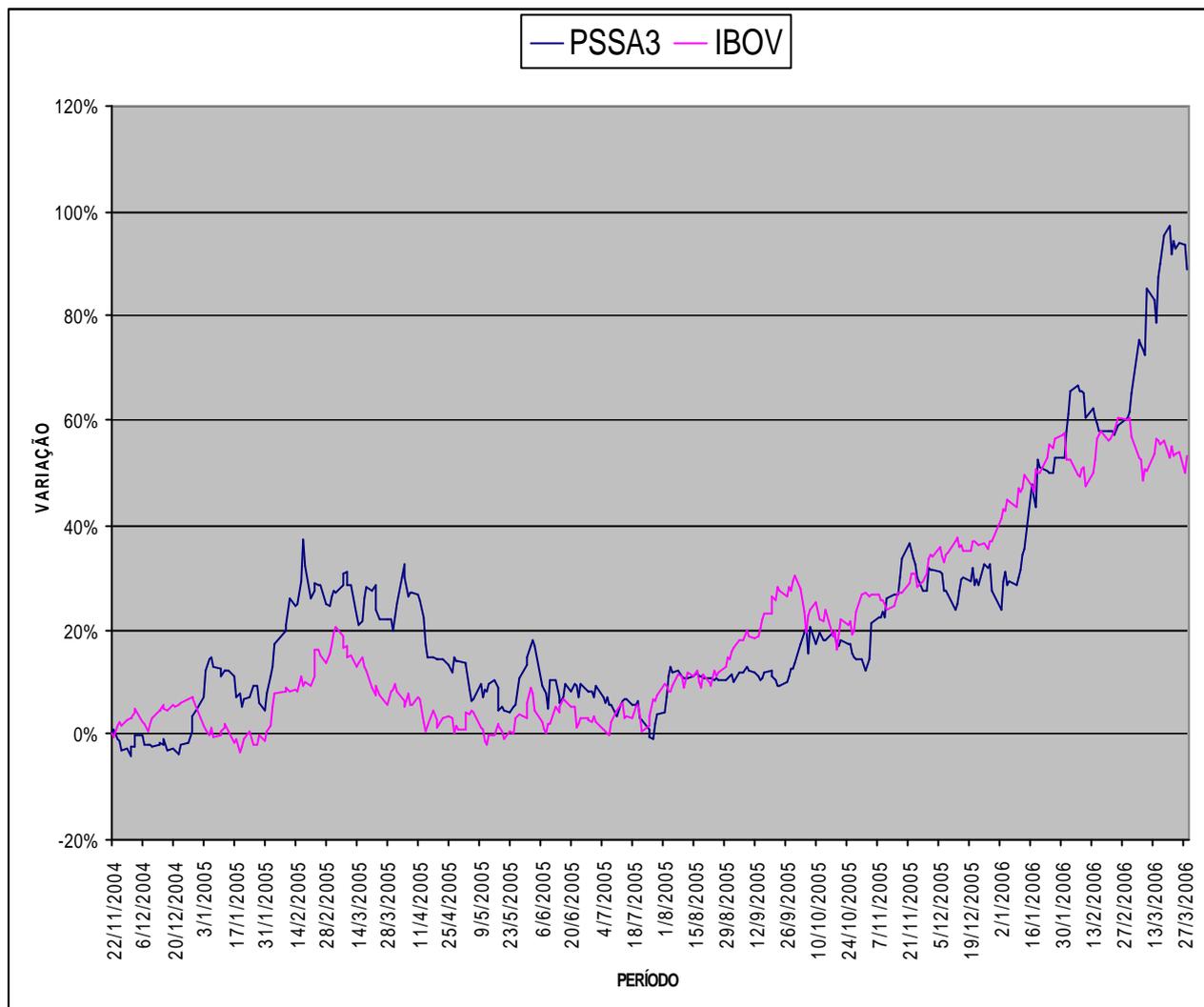


Gráfico 49 – Desempenho da empresa Porto Seguro versus IBOV.

- | | |
|---|----------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | PSSA3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Seguros – Seguradora |
| • Data de fundação: | 22/09/1997 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 28/11/1997 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 22/11/2004 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 19,60 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 36,99 |
| • Valorização do IBOV: | 53,37% |
| • Valorização no período: | 88,72% |

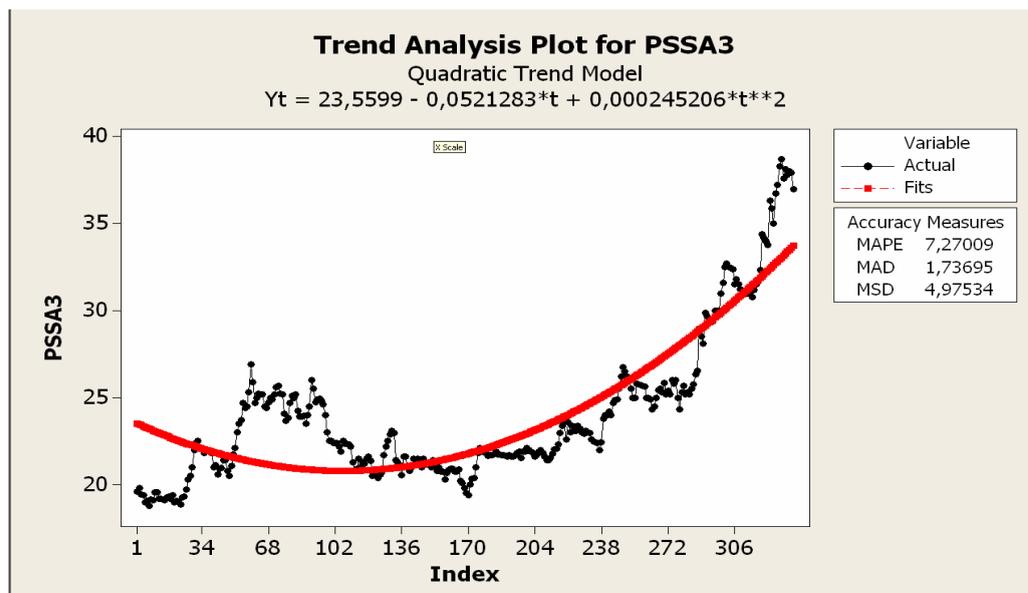


Gráfico 50 – Tendência da empresa Porto Seguro no período.

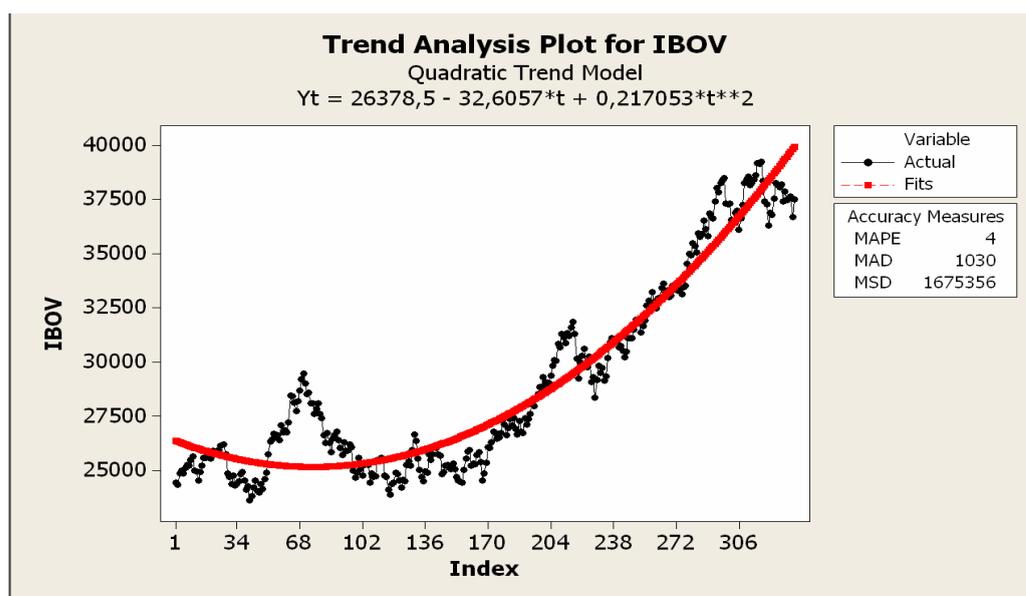


Gráfico 51 – Tendência do IBOV no período.

A Porto Seguro aderiu ao Novo Mercado em 22/11//2004 o que nos permitiu analisar por um ano e meio seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 88,72% no período, tendo uma evolução 50% superior ao índice do mercado IBOV (53,37%), o que nos leva a considerá-la uma empresa positiva dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior da Porto Seguro pelo mercado.

7.1.18 Rennar Maças S. A.

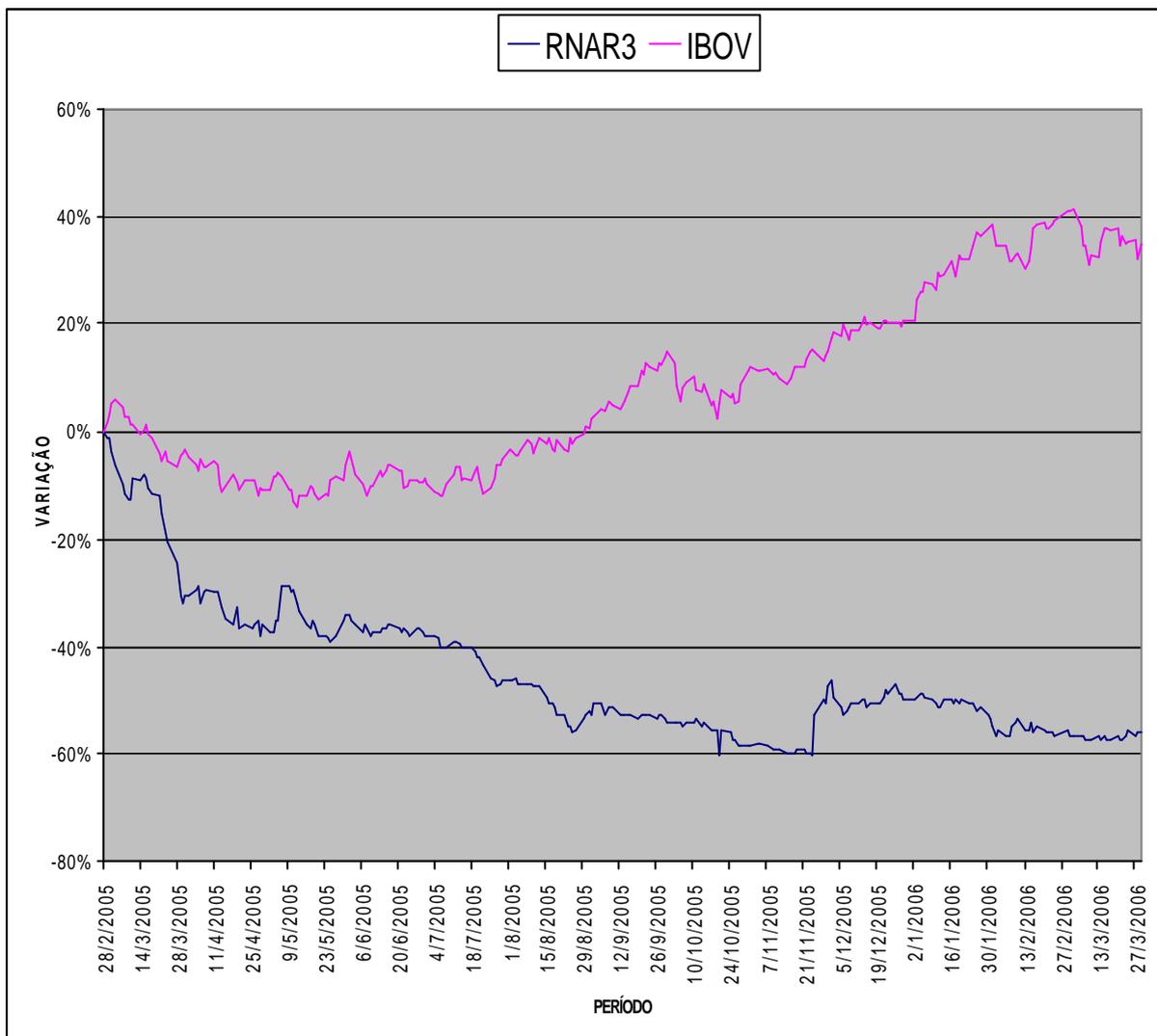


Gráfico 52 – Desempenho da empresa Rennar Maças versus IBOV.

- | | |
|---|-------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | RNAR3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Alimentos - Maças |
| • Data de fundação: | 01/11/1962 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 18/01/2005 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 28/02/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 1,64 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 0,72 |
| • Valorização do IBOV: | 35,20% |
| • Valorização no período: | -56,10% |

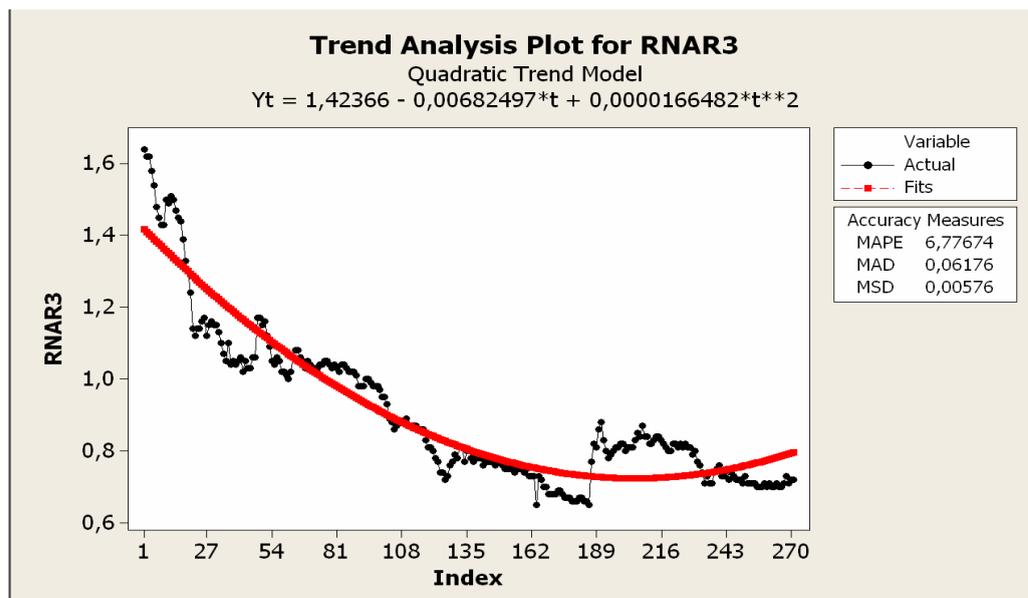


Gráfico 53 – Tendência da empresa Rennar Maças no período.

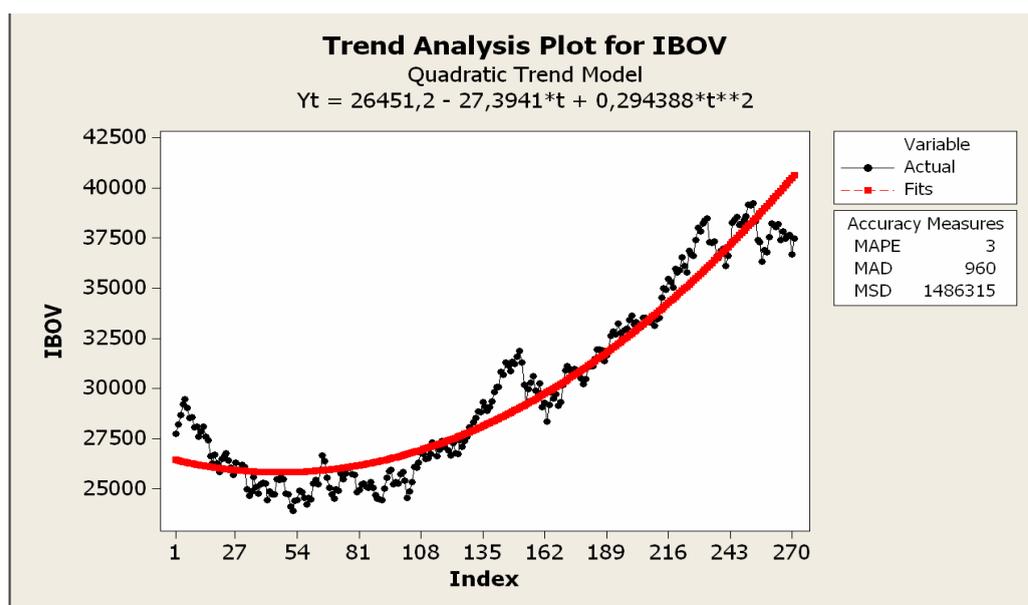


Gráfico 54 – Tendência do IBOV no período.

A Rennar Maças aderiu ao Novo Mercado em 28/02/2005 o que nos permitiu analisar por um ano seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização de 56,10% no período, enquanto que o IBOV teve uma valorização de 35,20%, o que nos remete a considerá-la uma decepção dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se a queda forte do papel com início de uma tentativa de recuperação, enquanto que o mercado está estável e com a tendência de alta.

7.1.19 Rossi Residencial S.A.

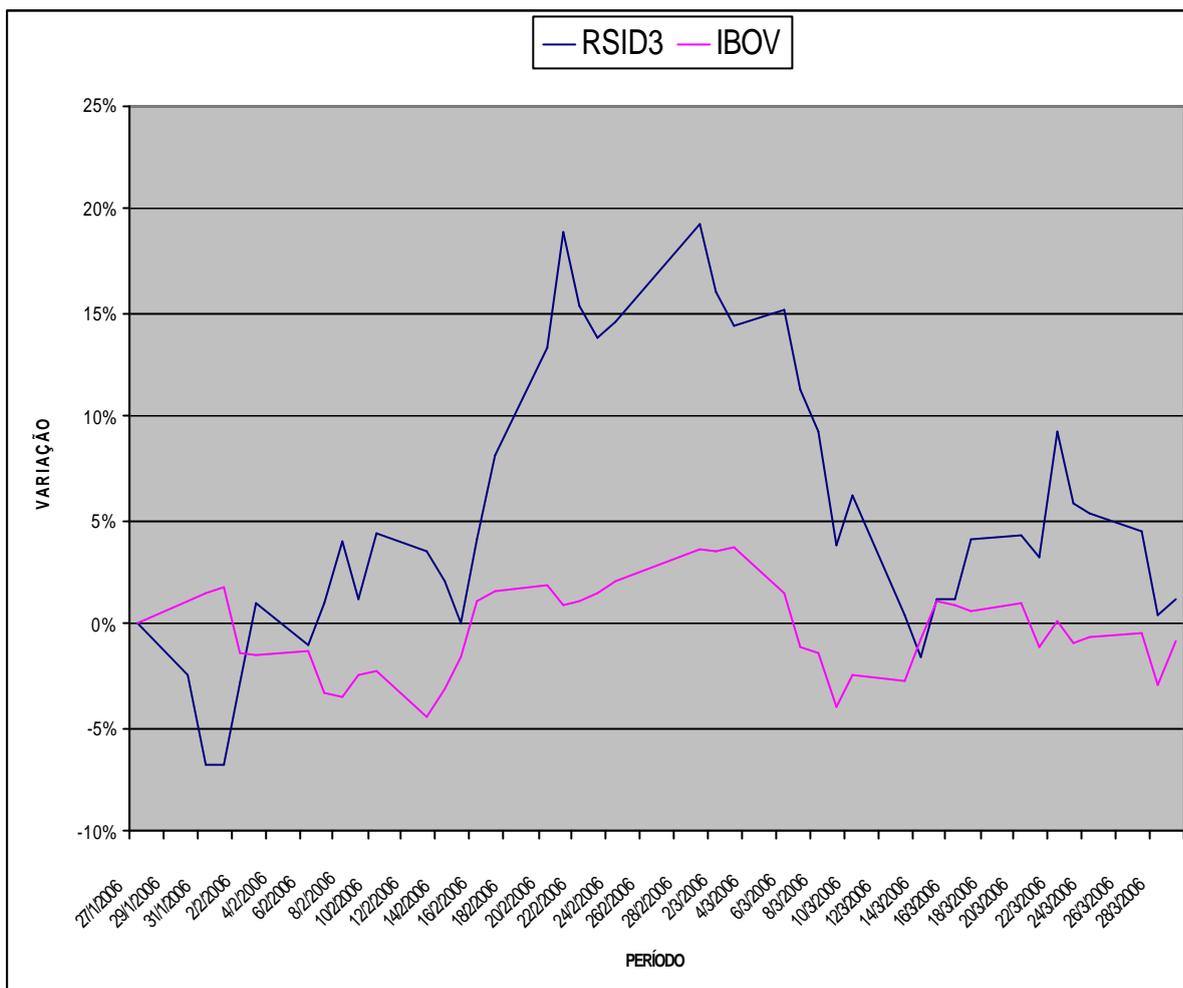


Gráfico 55 – Desempenho da empresa Rossi Residencial versus IBOV.

- | | |
|---|------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | RSID3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Construção Civil |
| • Data de fundação: | 01/11/1962 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 18/01/2006 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 27/01/2006 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 24,70 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 25,00 |
| • Valorização do IBOV: | -0,87% |
| • Valorização no período: | -1,21% |

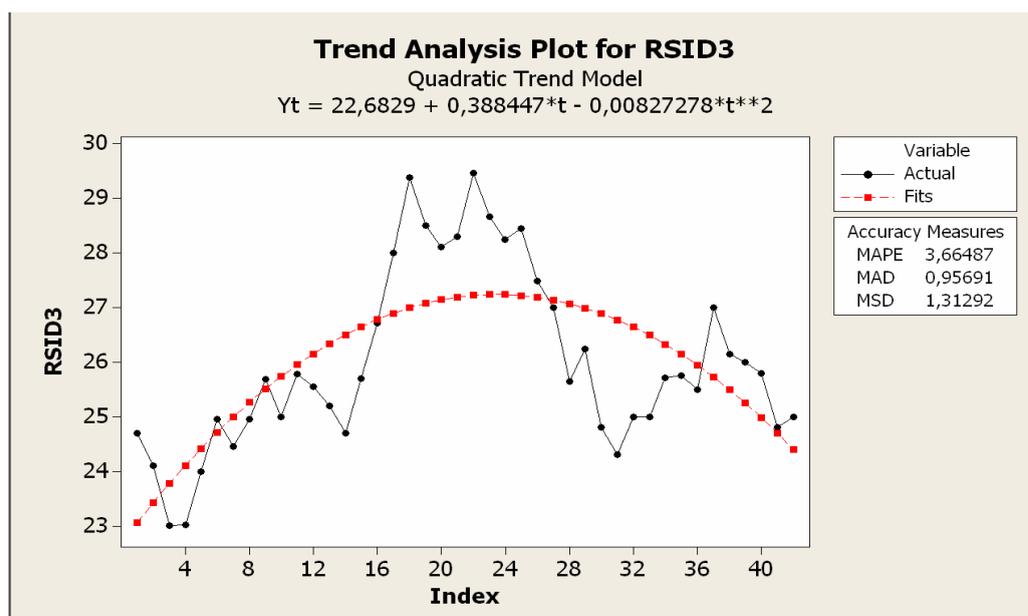


Gráfico 56 – Tendência da empresa Rossi Residencial no período.

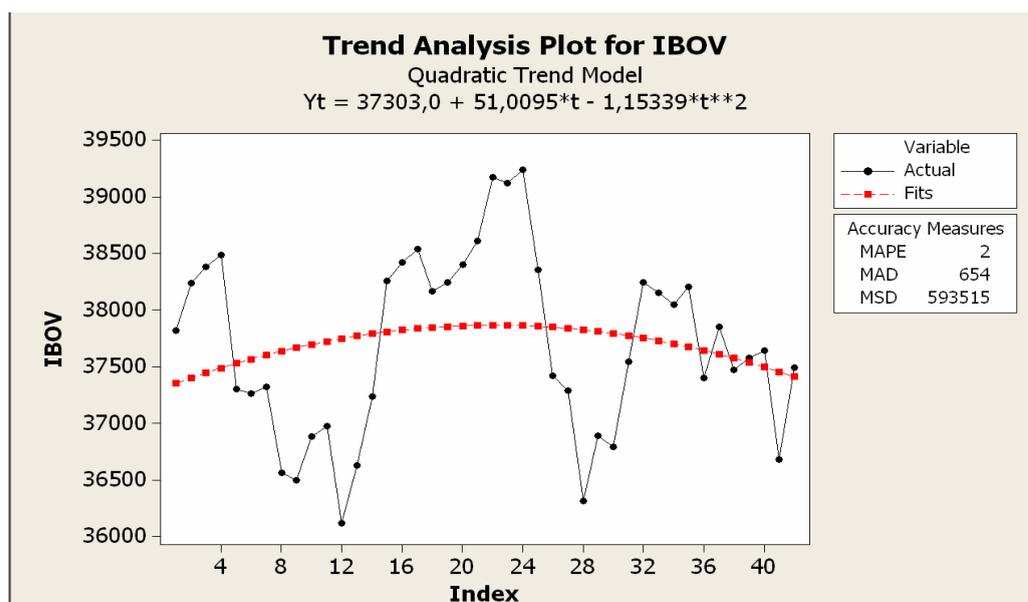


Gráfico 57 – Tendência do IBOV no período.

A Rossi Residencial aderiu ao Novo Mercado em 27/01/2006 o que nos permitiu analisar por 03 meses seu comportamento, suas ações tiveram uma desvalorização de 1,21% no período, tendo uma similaridade total com o índice do mercado IBOV (-0,87%), o que nos leva a considerar esta empresa uma parceira do mercado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também a similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, constatado no comportamento das ações.

7.1.20 Submarino S. A.

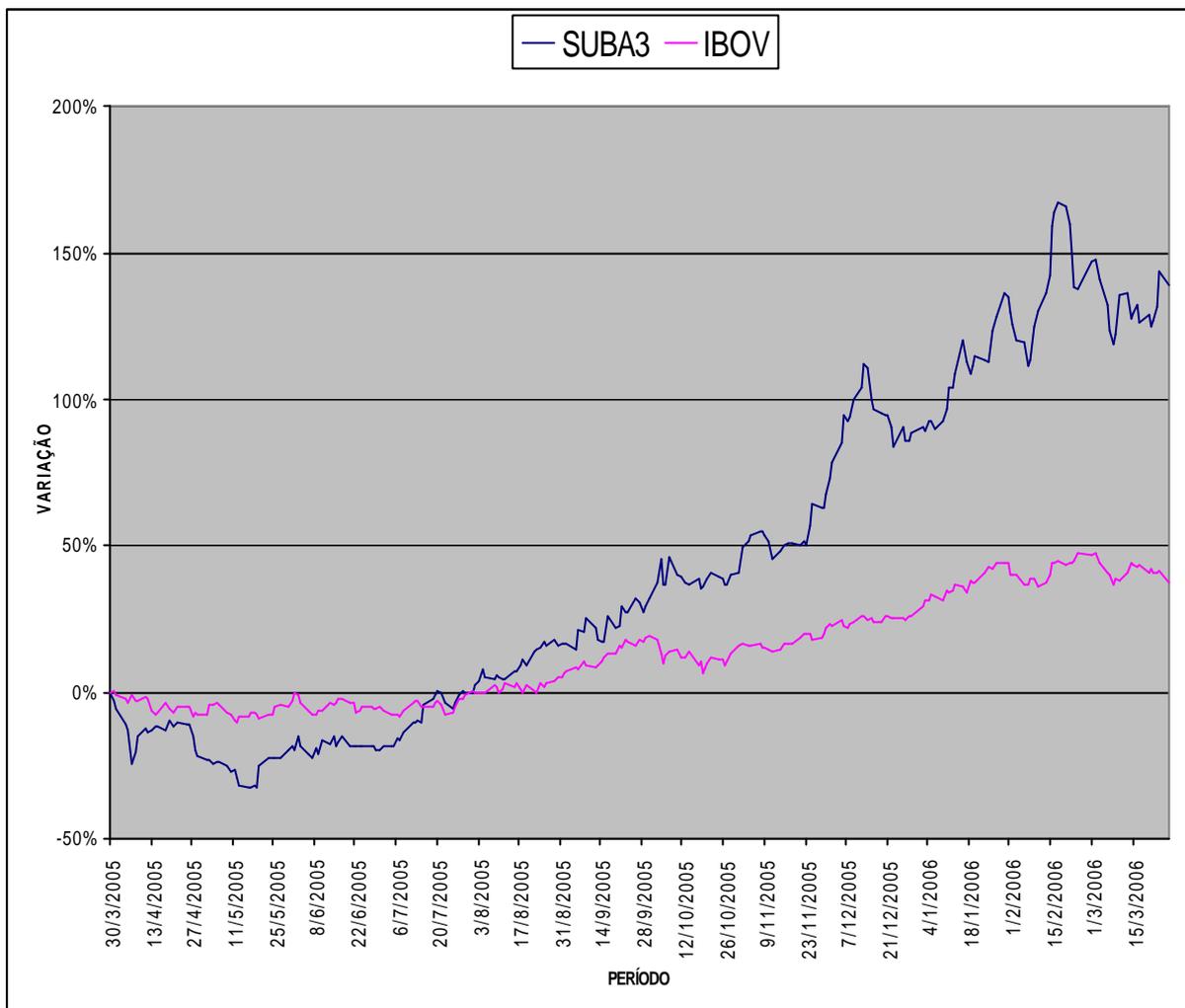


Gráfico 58 – Desempenho da empresa Submarino versus IBOV.

- | | |
|---|----------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | SUBA3 |
| • Tipo de Sociedade: | Estrangeira |
| • Área de Atuação: | Comércio de produtos |
| • Data de fundação: | 04/01/1999 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 29/03/2005 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 30/03/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 22,00 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 52,00 |
| • Valorização do IBOV: | 40,89% |
| • Valorização no período: | 136,36% |

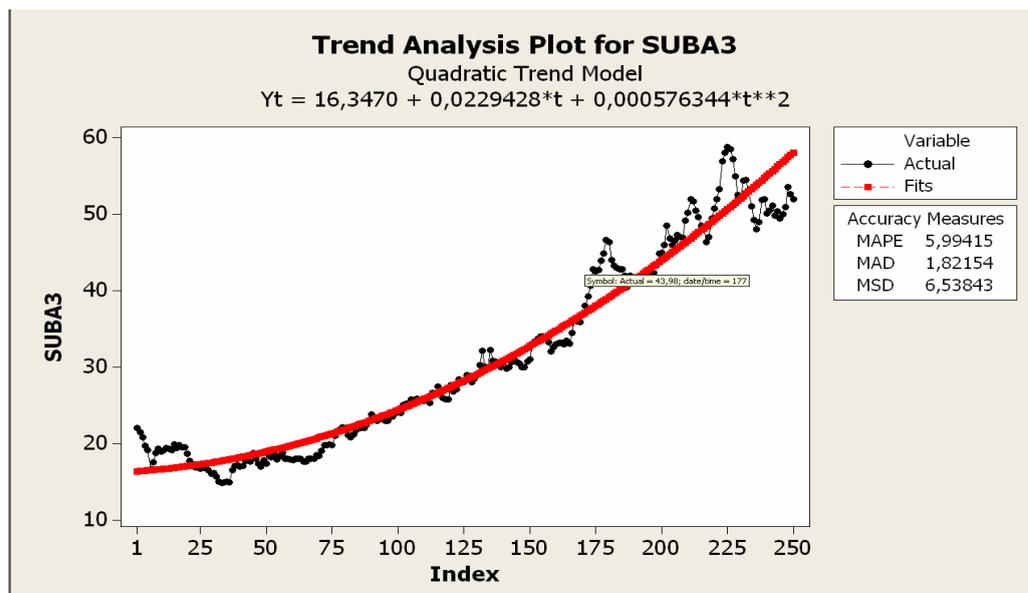


Gráfico 59 – Tendência da empresa Submarino no período.

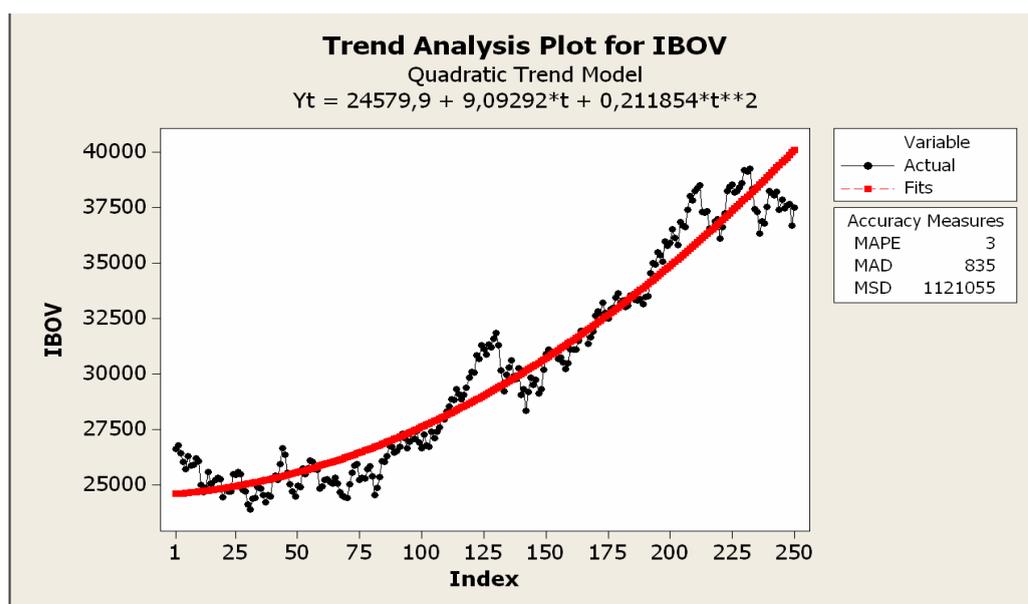


Gráfico 60 – Tendência do IBOV no período.

O Submarino aderiu ao Novo Mercado em 30/03/2005 o que nos permitiu analisar por um ano seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 136,36% no período, tendo uma evolução 95,45% superior ao índice do mercado IBOV (40,89%), o que nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, porém com uma percepção de valorização maior do Submarino pelo mercado.

7.1.21 Totvs S. A.

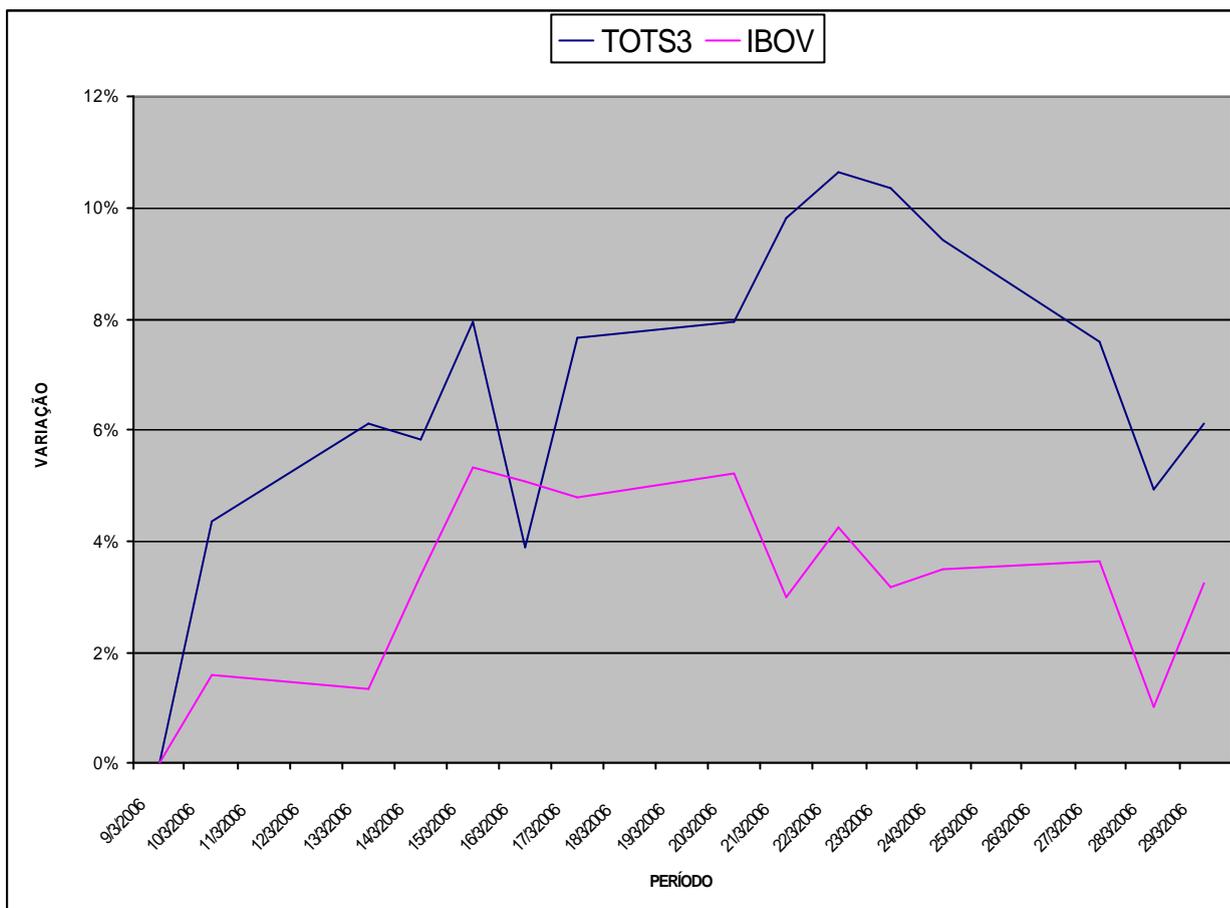


Gráfico 61 – Desempenho da Empresa Totvs versus IBOV.

- Código da empresa listada na BOVESPA: TOTS3
- Tipo de Sociedade: Estrangeira
- Área de Atuação: Tecnologia da Informação / Prog. e serviços
- Data de fundação: 01/01/1983
- Data de Registro BOVESPA: 07/03/2006
- Data de Adesão ao Novo Mercado: 09/03/2006
- Valor de Abertura: R\$ 33,35
- Valor Atual (28/03/2006): R\$ 35,40
- Valorização do IBOV: 3,25%
- Valorização no período: 6,15%

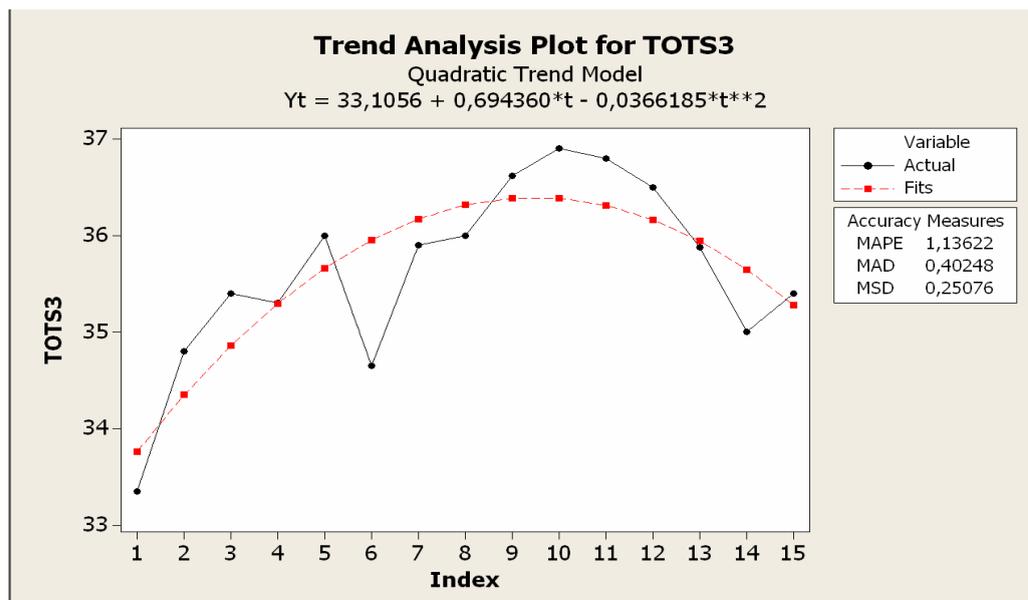


Gráfico 62 – Tendência da empresa Totvs no período.

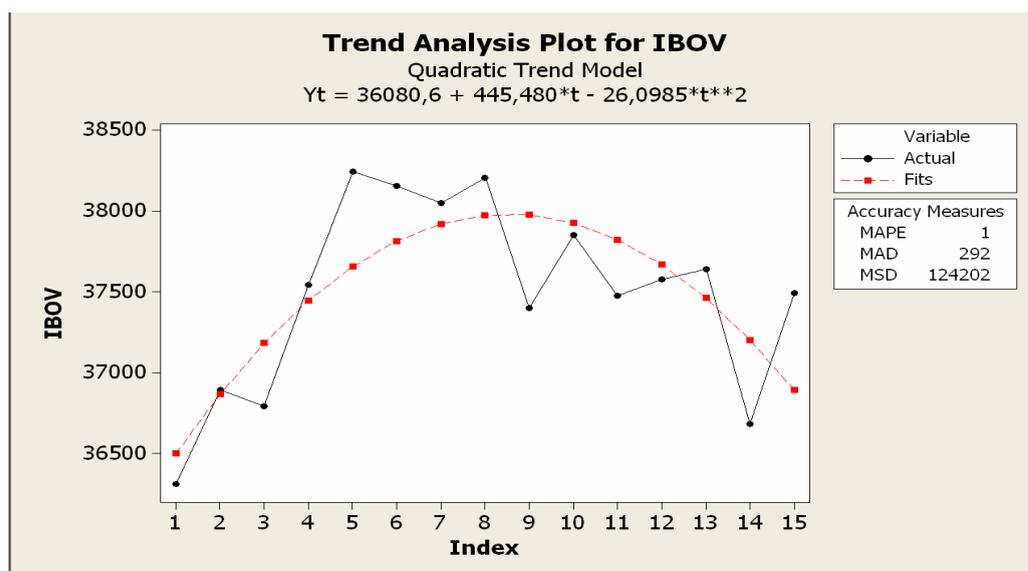


Gráfico 63 – Tendência do IBOV no período.

A Totvs aderiu ao Novo Mercado em 09/03/2006 o que nos permitiu analisar por um mês seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 6,15% no período, tendo uma similaridade total com o índice do mercado IBOV (3,25%), o que nos leva a considerar esta empresa uma parceira do mercado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se também a similaridade na tendência de evolução entre ela e o IBOV, constatado no comportamento das ações.

7.1.22 Tractebel Energia S. A.

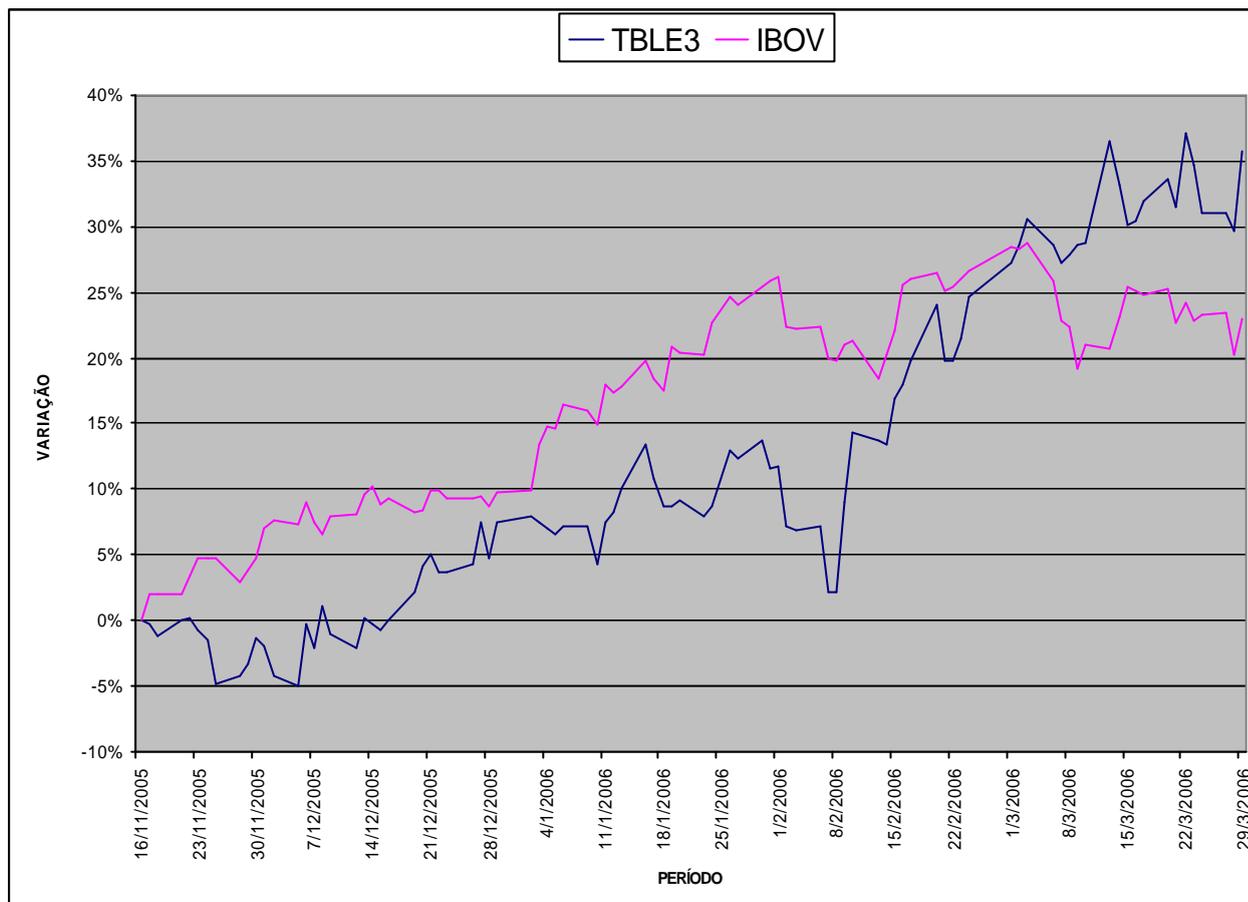


Gráfico 64 – Desempenho da Empresa Tractebel Energia versus IBOV.

- | | |
|---|--------------------------------------|
| • Código da empresa listada na BOVESPA: | TBLE3 |
| • Tipo de Sociedade: | Nacional Privada |
| • Área de Atuação: | Utilidade Publica / Energia Elétrica |
| • Data de fundação: | 23/12/1997 |
| • Data de Registro BOVESPA: | 28/05/1998 |
| • Data de Adesão ao Novo Mercado: | 16/11/2005 |
| • Valor de Abertura: | R\$ 13,99 |
| • Valor Atual (28/03/2006): | R\$ 18,99 |
| • Valorização do IBOV: | 23,00% |
| • Valorização no período: | 35,74% |

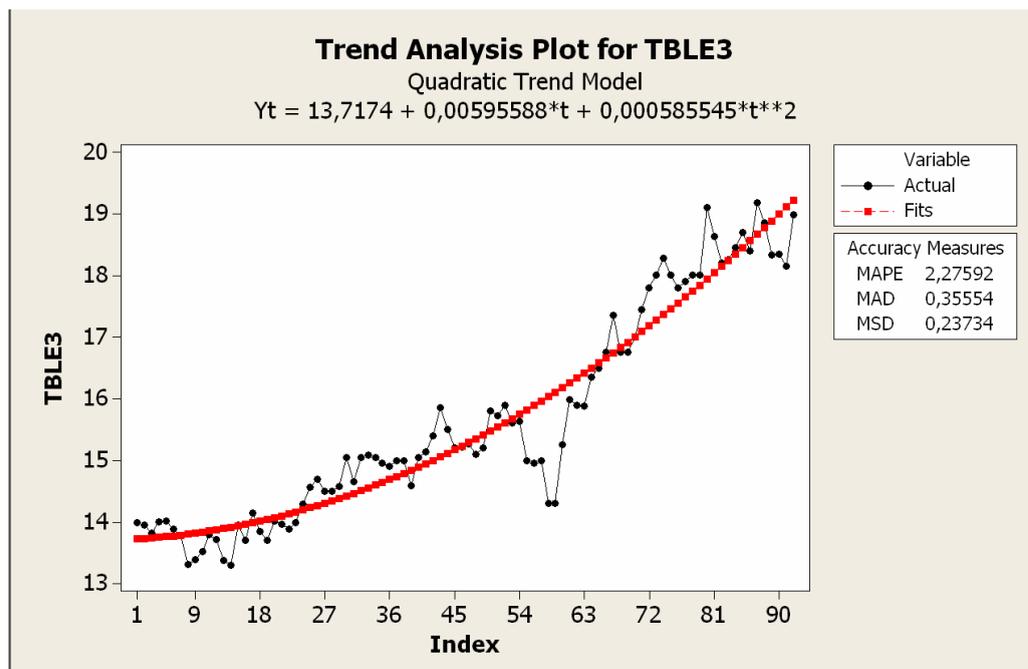


Gráfico 65 – Tendência da empresa Tractebel Energia.

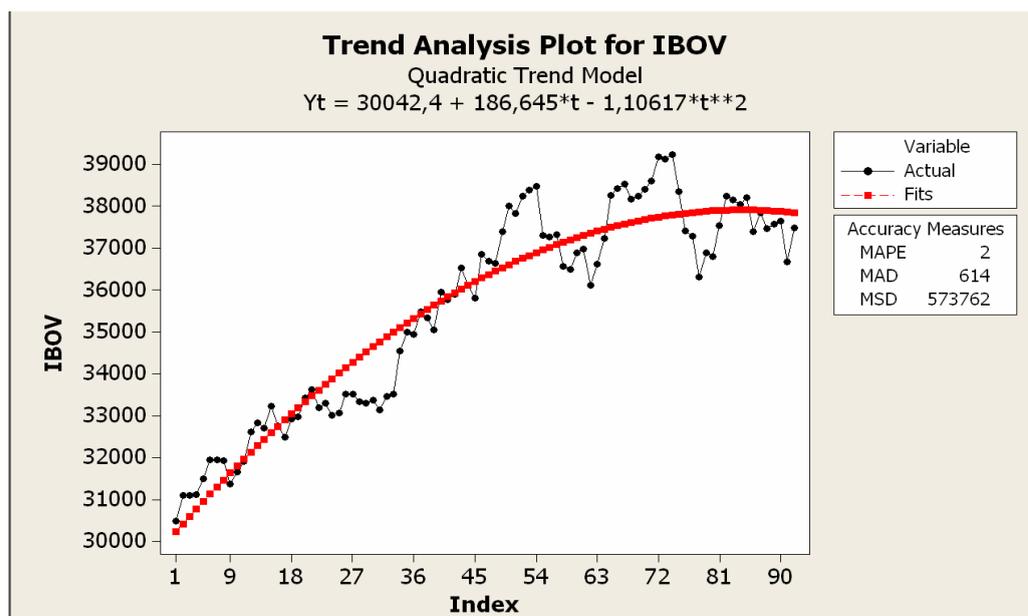


Gráfico 66 – Tendência do IBOV no período.

A Tractebel aderiu ao Novo Mercado em 16/11/2005 o que nos permitiu analisar por um ano e meio seu comportamento, suas ações tiveram uma valorização de 35,74% no período, tendo uma evolução 12,74% superior ao índice do mercado IBOV (23%), o que nos leva a considerar esta empresa uma estrela dentro do ambiente analisado. Na análise com o software estatístico MINITAB, verificou-se uma tendência de evolução deste papel, enquanto que o IBOV caminha para um estabilidade com tendência à um início de queda.

7.2 Análise Comparativa entre o IGC e o IBOV

Abaixo faremos uma análise comparativa entre o acompanhamento evolutivo do IBOV (Índice de mercado da BOVESPA com empresas tradicionais sem comprometimento com governança) e também o acompanhamento evolutivo do IGCX (Índice do Novo Mercado de empresas com aderência a governança), e a respectiva relação entre ambos, buscando também ilustrar o diferencial de comportamento / evolução num determinado período.

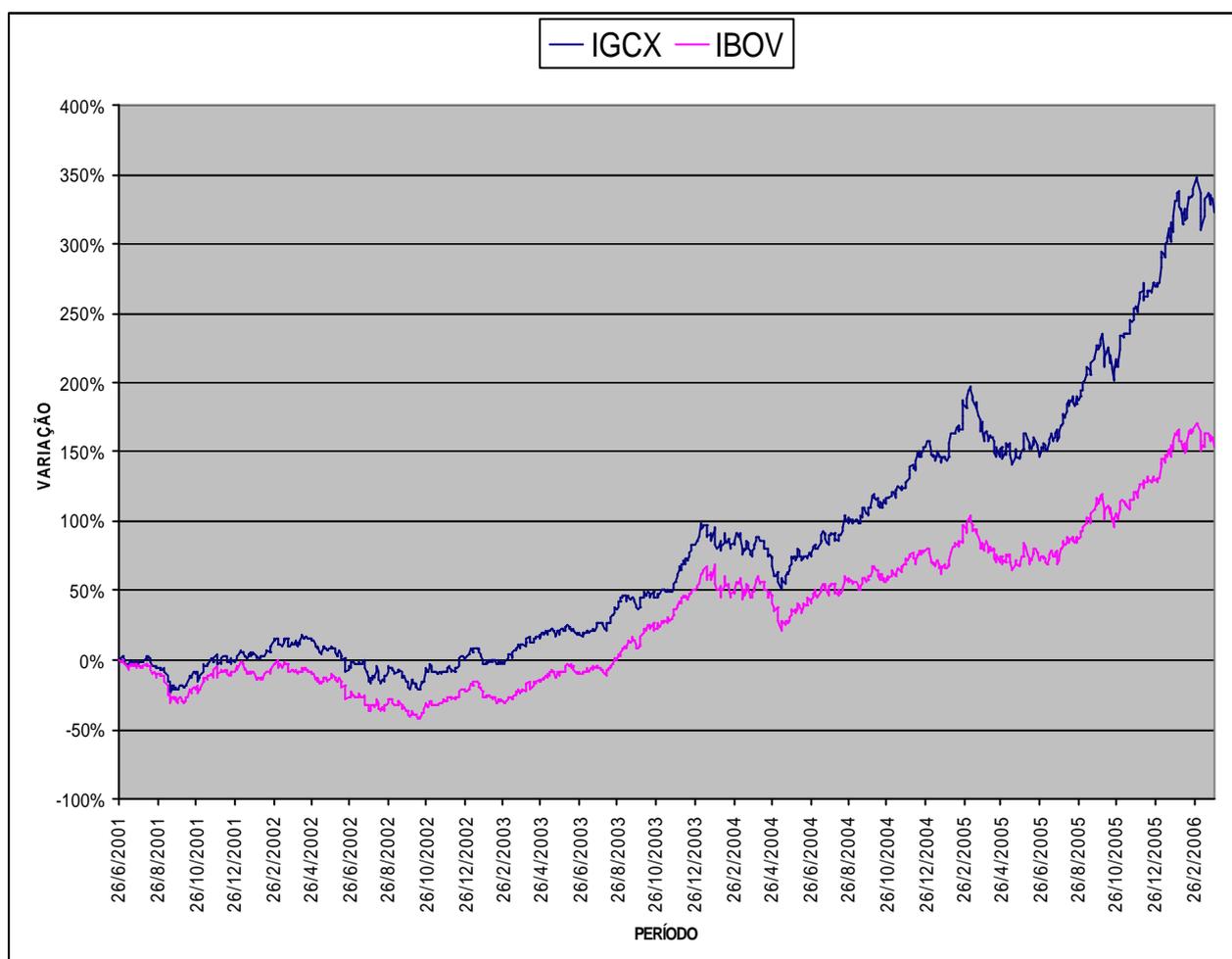


Gráfico 67 – Análise Comparativa entre IBOV e o IGCX.

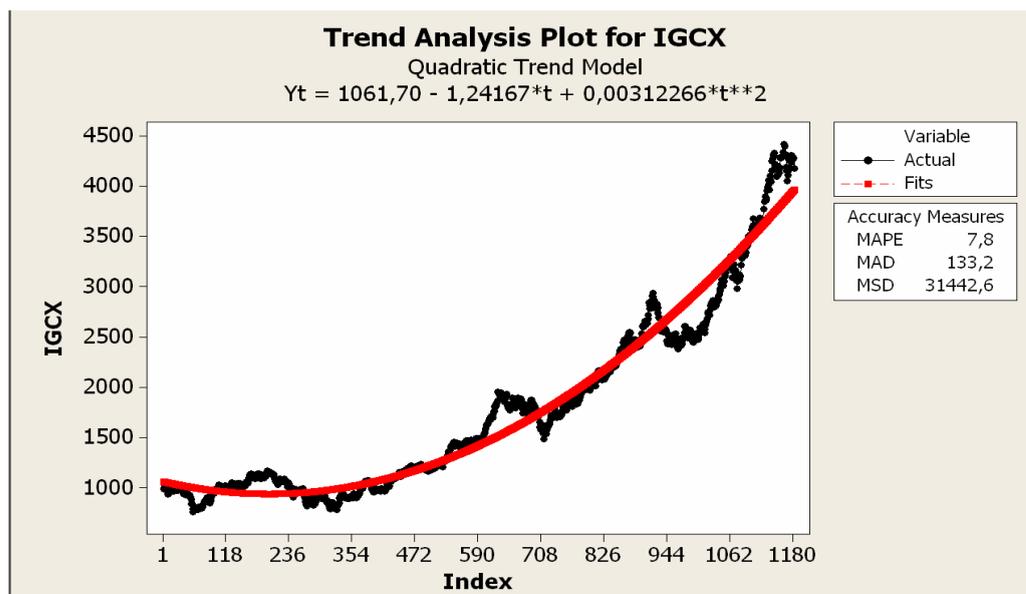


Gráfico 68 – Tendência do Índice IGCX no período.

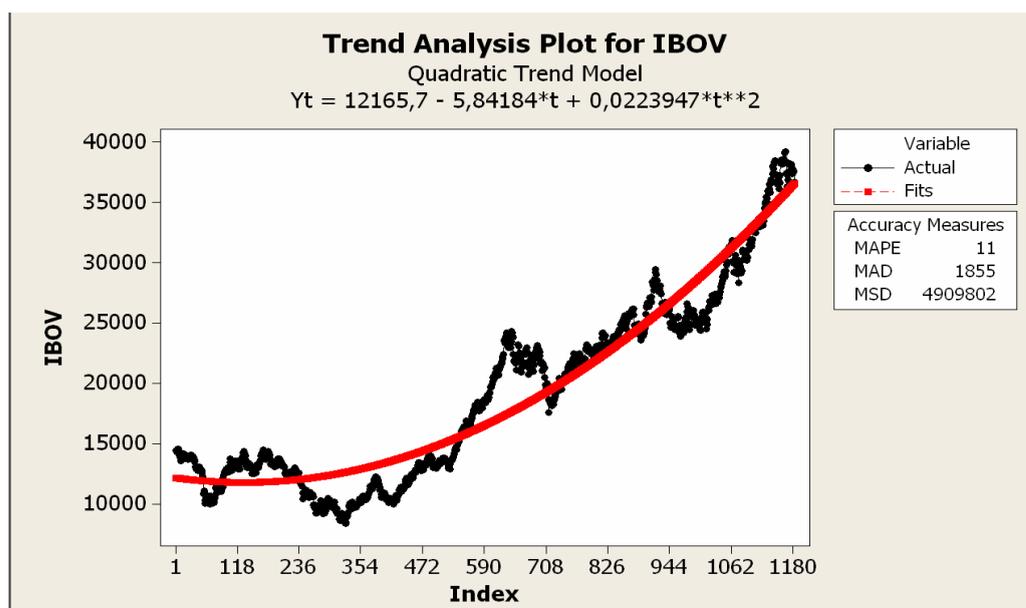


Gráfico 69 – Tendência do IBOV no período.

A comparação entre os índices contemplou um período aproximado de cinco anos, o IGC (índice das empresas que compõem o Novo Mercado) teve uma valorização de 320%, enquanto que o IBOV (índice das empresas tradicionais do mercado sem governança) teve uma valorização de 160% no mesmo período, ou seja, o IGC teve uma superioridade de aproximadamente 160% em relação ao índice mercado na valorização de suas empresas. Através da análise de tendência com o MINITAB verificamos também uma similaridade forte, com os dois índices tendendo ao crescimento.

7.3 Análise Comparativa entre duas empresas do Novo Mercado versus duas empresas sem Governança

Nesta seção será feita uma análise comparativa entre o comportamento acionário de duas empresas pertencentes ao Novo Mercado versus duas empresas pertencentes ao mercado sem governança, visando verificar divergências e semelhanças neste comportamento. Para isto foram escolhidas as seguintes empresas; Banco Nossa Caixa e Submarino como participantes do Novo Mercado e Banco do Brasil e Lojas Americanas que fazem parte do mercado sem governança. Para escolha buscamos empresas semelhantes no que tange setor econômico / financeiro de atuação, onde temos; no caso 1, Banco Nossa Caixa e Banco do Brasil e; no caso 2, Submarino e Lojas Americanas.

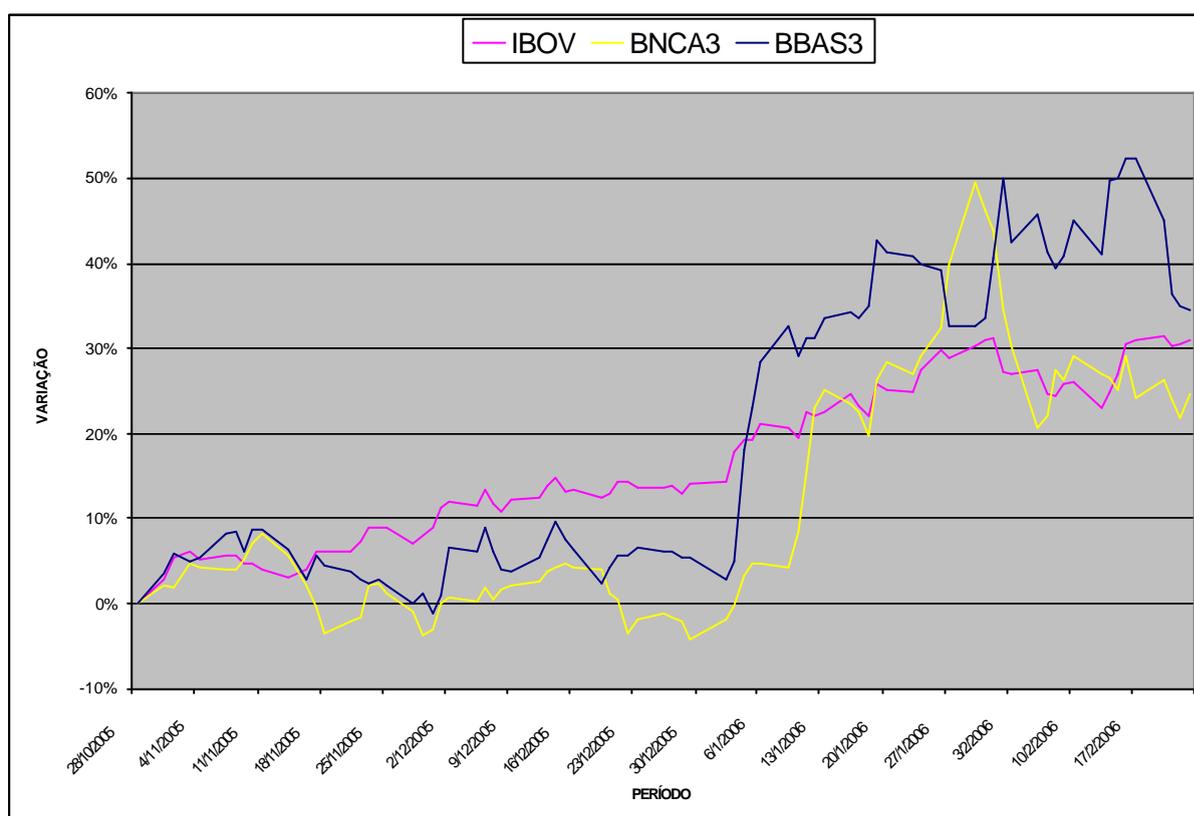


Gráfico 70 – BANCO NOSSA CAIXA versus BANCO DO BRASIL

- Código das empresas: BNCA3 (Banco Nossa Caixa)
BBAS3 (Banco do Brasil)
- Área de Atuação: Bancos / Financeiro
- Período de análise: 05 meses
- Desempenho IBOV no período: 25,12%
- Desempenho BNCA3: 28,83%
- Desempenho BBAS3: 24,85%

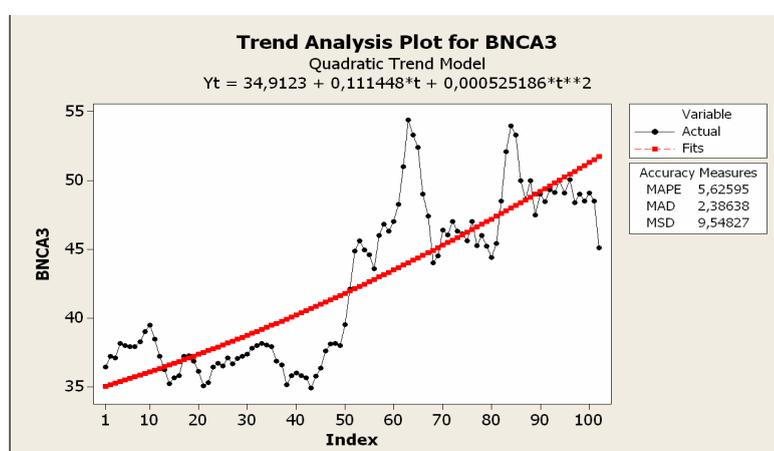


Gráfico 71 – Tendência da empresa Nossa Caixa no período.

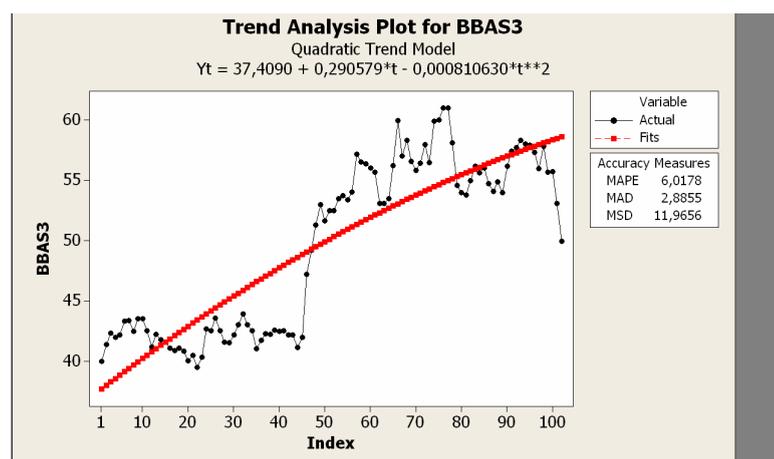


Gráfico 72 – Tendência da Empresa Banco do Brasil no período.

A comparação entre os Bancos acima contemplou um período aproximado de cinco meses, onde Banco Nossa Caixa teve um desempenho totalmente similar ao Banco do Brasil no período, nos quesitos valorização, perspectiva tendencial como também no desempenho similar ao IBOV, ou seja, tiveram um posicionamento de parceiras do mercado, não sugerindo assim nenhuma divergência, diferença, ganhos ou perdas, que poderia ocorrer na relação de posicionamento entre o segmento com governança ou não.

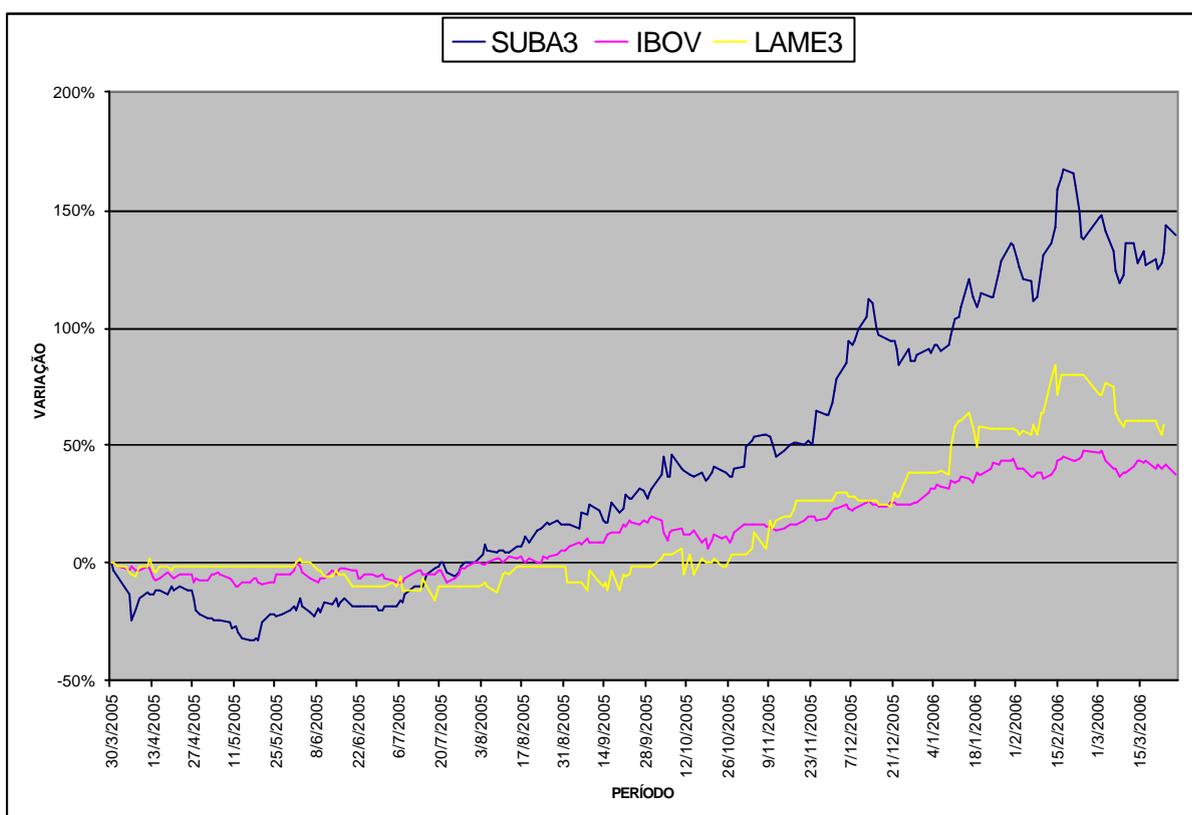


Gráfico 73 – SUBMARINO versus LOJAS AMERICANAS.

- Código das empresas: SUBA3 (Submarino)
LAME3 (Lojas Americanas)
- Área de Atuação: Vendas / Internet
- Período de análise: 01 ano
- Desempenho IBOV no período: 40,89%
- Desempenho SUBA3: 136,36%
- Desempenho LAME3: 59,02%

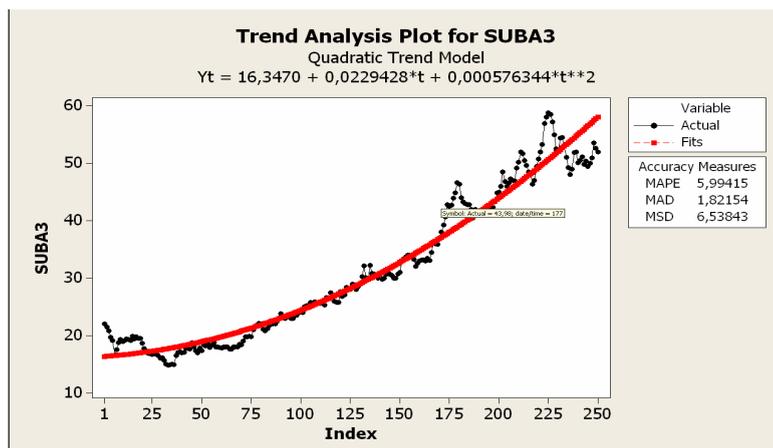


Gráfico 74 – Tendência da empresa Submarino no período.

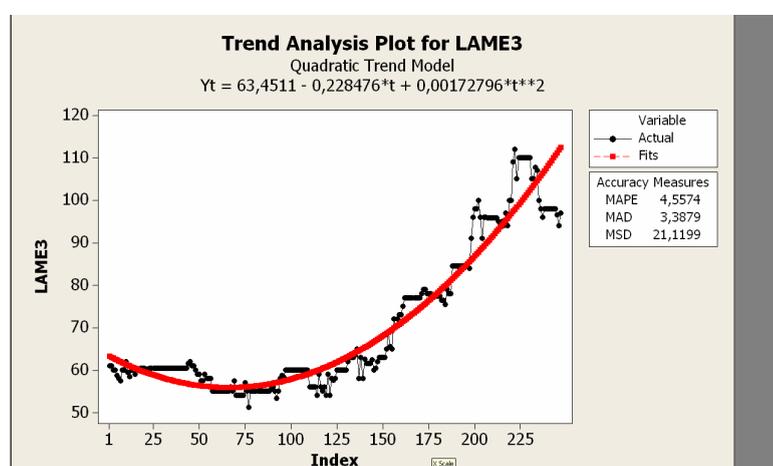


Gráfico 75 – Tendência da empresa Lojas Americanas no período.

A comparação entre as empresas acima contemplou um período aproximado de ano, e neste caso verificamos uma superioridade do Submarino que teve uma valorização de 136,36% no período. Enquanto que as Lojas Americanas tiveram uma valorização de 59,02% no mesmo período, o que até pode sugerir que o posicionamento no Novo Mercado tenha sido um fator motivador desta superioridade. Porém podemos mencionar fatores que também podem ter contribuído para isto, como posicionamento positivo do mercado que se apresentou bem no período (IBOV = 40,89%), como também as Lojas Americanas é uma empresa que possui pontos presenciais de venda e não só por Internet, o que pode ter influência na valorização e desempenho de suas ações.

7.4 Análise dos Dados

Com as análises de comportamentos das ações das empresas, suas tendências, as relações entre os índices e os comparativos das empresas, buscou-se identificar resultados que comprovem a hipótese de que as empresas que possuem governança corporativa implementada como diferencial em sua estrutura, usufruem de um desempenho positivo na valorização de suas ações. A tabela apresentada abaixo permite uma visualização conjunta do estudo de comportamento das empresas com suas denominações e categorizações anteriormente definidas.

Empresa	Tipo de Sociedade	Valorização	Tendência	IBOV	Tendência	Relação Empresa X IBOV	Denominação
BNCA3	Estatal	25,12 %	▲	23,83 %	▲	1,29 %	PARCEIRA
SBSP3	Estatal	14,46 %	▲	174,14 %	▲	(- 159,68 %)	DECEPÇÃO
CCRO3	Nacional Privada	407,60 %	▲	189,78 %	▲	217,82 %	ESTRELA
CSMG3	Estatal	-6,54 %	▼	0,50 %	▼	(- 6,04 %)	PARCEIRA
CPNY3	Nacional Privada	-6,25 %	▼	-7,31 %	▼	13,56 %	PARCEIRA
CSAN3	Nacional Privada	159,93 %	▲	20,34 %	▲	139,59 %	ESTRELA
CPFE3	Nacional Privada	83,63 %	▲	61,54 %	▲	22,09 %	POSITIVA
CYRE3	Nacional Privada	358,82 %	▲	48,12 %	▲	310,7 %	ESTRELA
DASA3	Nacional Privada	120,34 %	▲	55,99 %	▲	64,35 %	POSITIVA
ENBR3	Estrangeira	45,00 %	▲	55,92 %	▲	(- 10,92 %)	PARCEIRA
GFSA3	Nacional Privada	-2,42 %	▼	-5,25 %	▼	(- 7,67 %)	PARCEIRA
GRDN3	Nacional Privada	-50,22 %	▲	62,64 %	▲	(- 112,86 %)	DECEPÇÃO
RENT3	Nacional Privada	221,65 %	▲	42,83 %	▲	178,82 %	ESTRELA
NATU3	Nacional Privada	183,45 %	▲	96,61 %	▲	86,84 %	POSITIVA
LREN3	Nacional Privada	164,44 %	▲	40,03 %	▲	124,41 %	ESTRELA
OHLB3	Estrangeira	48,65 %	▲	54,57 %	▲	(- 5,92 %)	PARCEIRA
PSSA3	Nacional Privada	88,72 %	▲	53,37 %	▲	35,35 %	POSITIVA
RNAR3	Nacional Privada	-56,10 %	▲	35,20 %	▲	(- 91,3 %)	DECEPÇÃO
RSID3	Nacional Privada	-1,21 %	▼	-0,87 %	▼	(- 2,08 %)	PARCEIRA
SUBA3	Estrangeira	136,36 %	▲	40,89 %	▲	95,47 %	POSITIVA
TOTS3	Estrangeira	6,15 %	▼	3,25 %	▼	2,9 %	PARCEIRA
TBLE3	Nacional Privada	35,74 %	▲	23,00 %	▲	12,74 %	PARCEIRA

Tabela 2 – Análises dos comportamentos das ações das empresas.

Importante ressaltar que um item relevante para visualizar se a hipótese pode acrescentar valor às ações das empresas, é a homogeneidade de comportamento dentro do ambiente, no que tange semelhança de desempenho de todas as empresas nos quesitos de valorização, tempo de adesão e setor econômico e financeiro.

Na interpretação da consolidação do ambiente podemos extrair os seguintes dados:

No primeiro ponto analisado verificamos que 03 empresas foram categorizadas como *decepções* dentro do ambiente pois tiveram uma desvalorização inferior a 20% na comparação ao índice de mercado. O que nos remete a considerar que:

- 13 % do ambiente foi considerado decepção.

No segundo ponto analisado verificamos que 09 empresas foram categorizadas como *parceiras* dentro do ambiente pois tiveram um desempenho similar ao índice de mercado, acompanhando de perto suas oscilações tanto positivas como negativas. O que nos remete a considerar que:

- 41 % do ambiente foi considerado parceiro.

No terceiro ponto analisado verificamos que 05 empresas foram categorizadas como *positivas*, pois tiveram um desempenho que variou entre 20 á 100% superior ao índice de mercado, atendendo as expectativas sugeridas em uma hipótese de apresentação de melhores resultados que os apresentados pelo mercado tradicional devido ao comprometimento com governança corporativa. O que nos remete a considerar que:

- 23 % do ambiente foi considerado positivo.

No quarto ponto analisado verificamos que 05 empresas foram categorizadas como *estrelas* dentro do ambiente, pois tiveram uma valorização superior a 100% na

comparação ao índice de mercado, desempenho este considerado extraordinário se comparado também com qualquer outro índice financeiro. Relevante também ressaltar na análise das estrelas é que todas elas possuem caráter societário nacional privado, ou seja, as empresas brasileiras tiveram maior sucesso dentro do ambiente. O que nos remete a considerar que:

- 23 % do ambiente foi considerado estrela.
- 100 % deste ambiente tem caráter societário Nacional Privado

No quinto ponto analisado, focamos as tendências das empresas, onde verificamos que 17 empresas apresentaram tendência positiva no período analisado e apenas 05 empresas apresentaram tendência negativa no período, porém todas as empresas tiveram o mesmo posicionamento de tendência que o índice de mercado no período analisado. O que nos remete a considerar que:

- 77 % do ambiente teve tendência positiva
- 23 % do ambiente teve tendência negativa
- 100% do ambiente teve tendência semelhante ao índice de mercado

No sexto ponto analisado, verificamos o posicionamento societário das empresas, onde constatamos que 15 empresas tem caráter nacional / privado, 04 empresas são estrangeiras e 03 empresas são estatais. O que nos remete a considerar que:

- 68 % do ambiente tem caráter nacional / privado.
- 18 % do ambiente é estrangeiro
- 14% do ambiente é composto por estatais

No sétimo ponto analisado, o foco foi verificar o tempo de adesão das empresas á este segmento e conseqüentemente qual foi o período analisado. Detectamos que 14 empresas tem de 0 á 1 ano de tempo de adesão, 06 empresas tem de 1 á 2 anos de tempo de adesão e apenas duas tem de 2 á 5 anos de tempo

de adesão ao Novo Mercado, segmento este que tem 5 anos de existência. O que nos remete a fazer o seguinte posicionamento:

- 09 % do ambiente tem um período de 2 á 5 anos de adesão
- 27 % do ambiente tem um período de 1 á 2 anos de adesão
- 64 % do ambiente tem um período de 0 á 1 ano de adesão

No ditavo ponto analisado, focamos o confronto efetuado entre os índices apresentados na seção 7.2, onde verificamos o desempenho do IGC (índice de governança corporativa) versus o IBOV (índice de mercado com empresas sem governança), os resultados apresentados mostraram uma superioridade relevante no quesito valorização do IGC sobre o IBOV num patamar 100% superior, o que poderia até nortear a superioridade do ambiente com governança. Porém há fatores que não nos permite esta afirmação, tais como: período de análise, quantidade de empresas nos segmentos e a relação de impacto que isto pode proporcionar nos desempenhos dos índices.

No nono e último ponto analisado, o foco foram os confrontos entre duas empresas do Novo Mercado, o Banco Nossa Caixa e o Submarino versus duas empresas do ambiente sem comprometimento com governança, o Banco do Brasil e as Lojas Americanas, e como citamos anteriormente a escolha destas empresas se deu através de uma similaridade entre elas no que tange setor econômico e financeiro. Na comparação entre Banco Nossa Caixa e Banco do Brasil verificamos uma similaridade total entre as empresas onde tanto o desempenho de valorização como também as perspectivas de tendências caminharam com patamares iguais aos de mercado, não demonstrando assim nenhuma diferença ou divergência entre os ambientes com governança e sem governança. Na comparação entre o Submarino e Lojas Americanas, a situação já foi um tanto diferente da comparação do caso anterior, pois houve uma superioridade nítida do Submarino, que superou as Lojas Americanas em 65% de valorização no período analisado, fator este que pode sugerir que a superioridade da empresa pode ter como um dos fatores motivadores o comprometimento com governança estando posicionada no Novo Mercado.

Nas análises apresentadas acima, buscamos extrair dados sobre a situação e desempenho deste segmento, o Novo Mercado, trazendo o comportamento das empresas que o compõem, como também perspectivas tendênciais e comparações com índices de mercado e empresas sem o comprometimento com governança corporativa. No intuito de testar a hipótese de que esse comprometimento poderia trazer retornos positivos para as empresas que utilizassem desse diferencial dentro do mercado. O resultado global do segmento foi positivo, encontramos e verificamos superioridades no índice, em empresas e até mesmo retornos extraordinários, o que pode sugerir um segmento muito promissor. Porém este segmento precisa de um estudo continuado, tempo e maiores adesões ao setor, para que em um futuro próximo tenhamos mais argumentos balizadores para confirmação da hipótese apresentada, o que hoje não é possível, pois ainda existem fortes fatores que inviabilizam esta afirmação, tais como: heterogeneidade do ambiente, diretamente ligado diversidade de empresas de setores diferenciados e seus respectivos desempenhos; o tempo de vida do segmento, hoje o Novo Mercado possui apenas 05 anos de vida, o que se comparado com o mercado tradicional que possui mais de 100 anos de existência , gera uma certa imagem de imaturidade; a volatilidade do segmento, onde 50% do ambiente se mostrou refém do desempenho do mercado que impactou diretamente no valor de suas ações independentemente do comprometimento ou não com as práticas de governança; e por último a necessidade de consolidação do ambiente com a perpetuação deste segmento, com o aumento do número de aderência e percepção dos acionistas.

Para finalizar, vale ressaltar que outro fator importante para avaliação de um ambiente é o indicador de seu crescimento, indicador este que vem apresentando forte crescimento dentro do Novo Mercado. Após a finalização desta pesquisa em Março deste ano, dez empresas já aderiram ao segmento, número relevante considerando que nos cinco anos analisados nesta pesquisa tínhamos um cenário com vinte e duas empresas, assim é necessário que se dê um pouco mais de tempo ao mercado de capitais brasileiro para que as mudanças implementadas estejam sedimentadas na estrutura organizacional das

empresas, de modo a permitir uma análise mais aprofundada dos impactos mensuráveis que elas apresentam.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A governança corporativa têm procurado gerar os efeitos das práticas de boa administração sobre as empresas, mas uma resposta clara sobre os resultados nos retornos da ação ou mesmo na sua volatilidade ainda não existe e a tendência tem sido afirmar que apenas existem ganhos significativos quanto ao custo de captação. O objetivo principal desta pesquisa foi verificar empresas que utilizam a governança corporativa em sua estrutura fazendo disto um diferencial, procurando fazer um estudo de sua evolução acionária contemplando todas as empresas do segmento, possibilitando assim uma visão abrangente do mesmo. Verificando se existe relação significativa entre a adoção das práticas de governança corporativa e o valor das ações destas empresas que aderiram ao Novo Mercado da BOVESPA.

A análise destes indicadores das empresas não permitiu verificar que os efeitos da adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA tenham agregado valor ou melhorado o desempenho das mesmas, o que nos remete a refletir que a adoção das práticas de governança corporativa afeta mais a percepção do mercado em termo do marketing divulgado pelas empresas do que propriamente o resultado financeiro em termo da valorização das ações das empresas pesquisadas.

Apesar dos resultados obtidos terem sido consistentes para todos os estudos realizados, os mesmos não atenderam as expectativas iniciais da pesquisa de que a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA acabam por agregar valor as ações das empresas que as adotaram e praticam. Foi possível também observar que houve, no âmbito geral, uma evolução anual no resultado das empresas pesquisadas, sugerindo uma percepção crescente do mercado com relação à importância da adequação das empresas as novas práticas de governança corporativa. No entanto, esta evidência não pode ser efetivamente comprovada a partir dos estudos realizados, sinalizando que este efeito foi uma característica mais voltada para o ambiente macroeconômico e do cenário nacional do que efetivamente pela adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA.

Foi também um dos resultados deste trabalho contrapor outros resultados de pesquisas feitas, como por exemplo, o trabalho de Santos e Pedreira (2004), e Soares (2003) onde os resultados destes trabalhos apresentam a valorização das ações de empresas do setor de papel e celulose, após sua adesão aos níveis diferenciados de governança corporativas da BOVESPA, mostrando que a análise do tema sobre governança corporativa, pode apresentar diferentes resultados quando analisados através de diferentes ramos industriais e financeiros.

Salientando que, apesar de os resultados obtidos e apresentados neste trabalho não terem apresentado uma efetiva valorização das empresas com a adoção das práticas de governança corporativa da BOVESPA, ainda assim, acreditamos que as boas práticas de gestão, transparência e de governança corporativa são fatores decisivos e importantes para o desenvolvimento do mercado financeiro nacional, como uma nova alternativa de poupança, desenvolvimento e crescimento tanto do setor industrial como do setor financeiro nacional.

Em resumo, a relação entre governança corporativa e preço das ações das empresas que as adotaram é diferente daquela esperada, porém corrobora com a hipótese apresentada de que não existe relação entre a migração ou adoção das práticas de governança corporativa com outros olhos e de uma maneira mais confiável.

Esta pesquisa vem, portanto, contribuir para as novas discussões qualitativas e quantitativas sobre governança corporativa no Brasil, em especial para dissertações de mestrado e testes de doutorado. Importante ressaltar também que o presente trabalho não pretende esgotar a busca pela relação entre governança corporativa e valor das ações das empresas pesquisadas, mas sim despertar o interesse pela pesquisa neste ramo ainda pouco explorado no que diz respeito ao desempenho das mesmas e aprimorar a análise e conclusões quanto aos efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa nos mercados emergentes.

Novos estudos podem ser feitos na busca da relação entre governança corporativa e desempenho das ações das empresas, utilizando para isso um maior

tempo de observação do que o usado nesta pesquisa. Além de novos testes e aplicação de novos modelos estatísticos, assumindo para tanto outras variáveis de pesquisas e análises entre diferentes tipos de indústrias, buscando responder perguntas como:

- Como as práticas de governança corporativa afetam os vários setores industriais da economia nacional?
- Como pode ser modelado o efeito da adoção das práticas de governança corporativa em termos de mudanças ocorridas na diretoria e conselho de administração dos bancos e o valor de suas ações ?
- Quais fatores diferenciam os bancos públicos e privados com relação às práticas de governança corporativas e disclosure no mercado?
- Qual a percepção dos investidores e do mercado financeiro com relação á adoção das práticas de governança corporativa ?
- A adoção das práticas de governanças corporativa pelas empresas no Brasil acabou por melhorar sua classificação de risco no mercado financeiro nacional e internacional, diminuindo assim seu custo para aquisição de empréstimos?
- A adoção das práticas de governança corporativas foi capaz de reduzir os custos de agência incorrido pelas empresas que as adotaram?

Além das questões acima, deve-se questionar também a criação de novas regras que sejam eficazes na direção da busca da transferência e gestão organizacional, visando com isso sobre tudo o desenvolvimento do mercado financeiro nacional e conseqüentemente, o desenvolvimento econômico de nosso

país. Disponibilizando, assim, ao pequeno e médio investidor nacional um novo horizonte de longo prazo em termos de rentabilidade e aplicação de seus investimentos. E para os grandes investidores e segurança necessária para que possam aplicar seus recursos em instituições sólidas e comprometidas com seus resultados e futuro.

Para finalizar, é importante destacar a crise de confiança dos investidores que vem ocorrendo nos últimos anos tanto no mercado nacional como no mercado internacional de capitais, onde empresas, instituições financeiras e instituições públicas acabaram por prejudicar seus investidores ao divulgar publicamente informações contábeis enganosas, omitindo dados relevantes aos seus investidores e ao mercado, na busca do interesse particular ou de uma minoria. E é neste cenário que se abre um grande espaço para discussão e inserção do tema governança corporativa em seus mais variados aspectos, na busca incessante de minimização de riscos, transparência, confiabilidade e maximização de resultados.

9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, J. Paschoal. **Cresce a adesão às boas práticas de governança corporativa**. Valor Econômico, 28 jan. 2005. Disponível em: <http://www.BOVESPA.com.br/pdf/Valor_280105.pdf>. Acesso em: 03 abr. 2005.

ANDREZO, Andréa Fernandez; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

_____. **Mercado financeiro**. 2. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ARAÚJO, D.; ESPOSITO, A. **Country Governance Study**. New York: Standart & Poors, 2004. p. 1-9.

ARMSTRONG, G.; KOTLER, P. **Principles of marketing**. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, 1991.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BARROS, José Roberto Mendonça de; SCHEINKMAN, José Alexandre; et al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, jul. 2000. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.BOVESPA.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 27 mar. 2005.

BARROS, L. A. B. C. **Estrutura de Capital e Valor da empresa no contexto de assimetria de informações e relações de agências: um estudo empírico**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2001.

BHAGAT, S.; BLACK, B. **The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance**. Business Lawyer, v. 54, p. 921-963, 1999.

BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo. 2002. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa**. Junho, 2001. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br>>. Acesso em: 24 fev. 2003.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. 2002. **Novo Mercado**. Disponível em: <<http://www.novomercadoBOVESPA.com.br>>. Acesso em: 03 abr. 2005.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. 2002. **Informe Técnico Anual.2005**.

_____. **Conheça o Novo Mercado**. Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

_____. Câmara de arbitragem. **Espaço Jurídico da BOVESPA**. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br/BOVESPA/CamaraArbitrag/CamaraArbitragem.asp?Origem=Juridico>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

_____. **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC**. Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaApresentacaoP.asp?Indice=IGC>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

_____. **Metodologia completa do IGC**. Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.BOVESPA.com.br/Pdf/Indices/IGC.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2006.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

BUENO, Artur Franco. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. 199 p. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

CABRAL, Rodrigo Becke. **Mercados financeiros: uma metodologia de ensino de estratégias de investimento**. 97 p. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

CAMARGO, João Laudo de. Comissão de Valores Mobiliários. **Seminário organizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, out. 1998. Brasília, Departamento de Relações Institucionais, 1999.

CAPES. Disponível em <http://www.capes.org.br>. Acesso em: 18 janeiro 2006.

CAMPOS, C. E.; NEWELL, R. E.; WILSON G. **Corporate Governance Develops in Emerging Markets**. McKinsey & Company: McKinsey on Finance, winter 2002. p. 15-19.

CYRELA. Novo Mercado. **Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações**. Disponível em: <<http://www.cyrela.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

COBRA, Marcos Henrique Nogueira. **Administração estratégica do mercado**. São Paulo: Atlas, 1991a.

_____. **Plano estratégico de marketing**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991b.

COMPANHIA DE CONCESSÕES RODOVIÁRIAS. Novo Mercado. **Companhia de Concessões Rodoviárias**. Disponível em: <<http://www.ccrnet.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS. Novo Mercado. **Companhia de Saneamento de Minas Gerais**. Disponível em: <<http://www.copasa.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

COMPANY. Novo Mercado. **Company S.A.** Disponível em: <<http://www.copany.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.

CPFL. Novo Mercado. **CPFL Energia S.A.** Disponível em: <<http://www.cpfl.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

COSAN. Novo Mercado. **Cosan S.A. Indústria e Comércio**. Disponível em: <<http://www.cosan.com.br>>. Acesso em: 21. abr. 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DASA. Novo Mercado. **Diagnósticos da América S.A.** Disponível em: <<http://www.diagnosticosdaamerica.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa: uma idéia, uma paixão e um plano de negócios: como nasce o empreendedor e se cria uma empresa**. 14. ed. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. **Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany**. European Financial Management (EFM), January 2003. p. 1-36.

EDP. Novo Mercado. **EDP – Energias do Brasil S.A.** Disponível em: <<http://www.energiasdobrasil.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

ENGLISH II, P. C.; SMYTHE, T. I.; McNEIL, C. R. **The CalPERS Effect Revisited**. Journal of Financial Economics, n.33, p.3-56, 1993.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 12 ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GAFISA. Novo Mercado. **Gafisa S.A.** Disponível em: <<http://www.gafisa.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

GHELMAN, Alexandre. **Diferenciação e posicionamento de mercado**. Instituto Edumed. Disponível em: <<http://www.edumed.net/Paginas/biblioteca/membros/guelman.htm>>. Acesso em: 07 abr. 2005.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1991.

_____. **Técnicas de pesquisa em economia**. São Paulo: Atlas, 2000.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Hbra, 2002. 841 p.

GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. **Corporate governance and equity prices**. The Quarterly Journal of Economics, n.118, p. 107-155, 2003.

GOULART, André Moura Cintra. **Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil**. 201 p. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

GRENDENE. Novo Mercado. **Grendene S.A.** Disponível em: <<http://www.grendene.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

KOTLER, Philip. **Administração de marketing**. 10. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2000.

_____. **Marketing**. São Paulo: Atlas, 1996.

IBGC. Governança corporativa. **Seminário organizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, out. 1998. Brasília, Departamento de Relações Institucionais, 1999.

_____. Governança corporativa. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 15 maio. 2006.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.

LANZANA, Antonio Evaristo Teixeira. **Economia brasileira: fundamentos e atualidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LAS CASAS, Alexandre Luzzi. **Marketing**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

LEAL, R.; VALADARES, S. **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Unpublished Working Paper**. Disponível em <http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>. Acesso em: jul. 2002.

LOCALIZA. Novo Mercado. **Localiza Rent a Car S.A.** Disponível em: <<http://www.localiza.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

LOJAS RENNER. Novo Mercado. **Lojas Renner S.A.** Disponível em: <<http://www.lojasrenner.com.br>>. Acesso em: 22 abr. 2006.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. 7 ed. rev. ampl. e atual. São Paulo: Atlas, 1998.

MACHADO, André; DINIZ, Anselmo; et al. **Estratégia para alocação de recursos no mercado de ações: uma análise na BOVESPA – 1992 a 2001**. 58 p. Monografia apresentada à Universidade de Salvador – UNIFACS. Salvador, 2003.

MARINHO, Henrique. **Política monetária no Brasil**. 4 ed. atual. e rev. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

MARTONE, Celso Luiz; LUQUE, Carlos Antonio; LOPES, Luiz Martins. **Mercado financeiro e ajustamento macroeconômico brasileiro: 1878-1985**. São Paulo: IPE/USP, 1986.

MCKINSEY & COMPANY, KORN / FERRY International. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. 44 p.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado financeiro e de capitais: uma introdução**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MERTON, R. C.; BODIE, Z. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 1999. 436 p.

MÔNACO, D. C. **Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil**, São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NATURA. Novo Mercado. **Natura Cosméticos S.A.** Disponível em: <<http://www.natura.com.br>>. Acesso em: 17 abr. 2006.

NOSSA CAIXA. Novo Mercado. **Banco Nossa Caixa S.A. 2005**. Disponível em: <<http://www.nossacaixa.com.br>>. Acesso em: 21. abr. 2006.

OHL. Novo Mercado. **Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.** Disponível em: <<http://www.ohlbrasil.com.br>>. Acesso em: 22 abr. 2006.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Planejamento estratégico: conceitos, metodologia e práticas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

PATTERSON Report. **The Link Between Corporate Governance & Performance – in Collaboration with the Conference Board**. Disponível em <http://www.thecorporatelibrary.com/link/>. Acesso em jul. 2002.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. 89 p. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

_____. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior**. 12. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PORTO SEGURO. Novo Mercado. **Porto Seguro S.A. 2006**. Disponível em: <<http://www.portoseguro.com.br>>. Acesso em: 22 abr. 2006.

RABELO, Flávio Marcílio. Governança corporativa. **Seminário organizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, out. 1998. Brasília, Departamento de Relações Institucionais, 1999.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da. **Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras**. Universidade Estadual de Campinas, n. 77. jul. 1999.

RAPPAPORT, A. **Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors**. 2. ed. New York: The Free Press, 1998. cap 1-3.

RENNAR MAÇAS. Novo Mercado. **Rennar Maças S.A.** Disponível em: <<http://www.rennar.com.br>>. Acesso em: 22 abr. 2006.

SABESP. Novo Mercado. **Companhia de Saneamento Básico de São Paulo S. A.** Disponível em: <<http://www.sabesp.com.br>>. Acesso em: 17 abr. 2006.

SAIN, Paulo Kwok Shaw. **Estudo comparativo dos modelos de Value-at-Risk para instrumentos pré-fixados**. 148 p. Dissertação (Mestrado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

SANTANA, Maria Helena. **O Novo Mercado e a Governança Corporativa**. Revista da DVM n. 34. Rio de Janeiro, 2002.

SANTOS, J. O.; **Análise de crédito**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 307 p.

SANTOS, J. O.; PEDREIRA, E. B. **Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose**. In: 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, 2004. 1 CD-ROM.

SARBANES-OXLEY. **One hundred seventh congress of the United States of América**. Washington, Jan. 23rd, 2002. 66 p.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. 22 ed. rev. ampl. de acordo com a ABNT. São Paulo: Cortez, 2002.

SHLEIFER, Andrei; VISHNEY, Robert. **A survey of corporate governance**. *The Journal of finance*, v. II, n. 2, jun. 1997.

SILVA, Luís Antonio Fernandes. **A verificação das relações entre estratégias de investimento e as hipóteses de eficiência de mercado: um estudo na Bolsa de Valores de São Paulo**. 100 p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**. 2. ed. São Paulo: Atlas/Andima/BM&F, 2000.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, 2002**. 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOARES, Carlos Roberto Pena. **O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel celulose, 2000 a 2003**. 97 p. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz. Piracicaba, 2003.

SUBMARINO. Novo Mercado. **Submarino S.A.** Disponível em: <<http://www.submarino.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

TORAIWA, P. **Governança Corporativa: Condições de Financiamento e Valor Empresarial, 2003**. 18p. IV Concurso de Monografia. CVM, São Paulo.

TOTVS. Novo Mercado. **Totvs S.A.** Disponível em: <<http://www.totvs.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

TRACTEBEL. Novo Mercado. **Tractebel Energia**. Disponível em: <<http://www.tractebelenergia.com.br>>. Acesso em: 21 abr. 2006.

VILHENA, João Baptista. **Estratégias de marketing**. *Revista Conjuntura Econômica*, v. 56, n. 9, set. 2002.

ZINGALES, L. Corporate governance. In: NEWMAN, P. (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**. New York, NY: Macmillian, 1998.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)