

AIEDA BATISTELA DE SIRQUEIRA

**Governança Corporativa e Otimização de *Portfolios*: a
relação entre risco e retorno e boas práticas de governança**

Dissertação apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do Título de Mestre em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Dr. Aquiles Elie Guimarães Kalatzis

São Carlos

2007

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

FOLHA DE JULGAMENTO

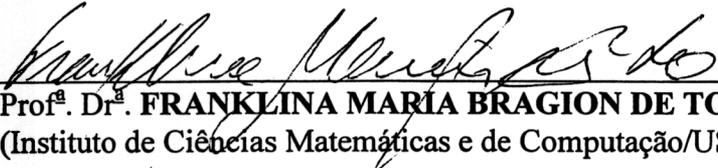
Candidata: Licenciada **AIÉDA BATISTELA DE SIRQUEIRA**

Dissertação defendida e julgada em 10/08/2007 perante a Comissão Julgadora:



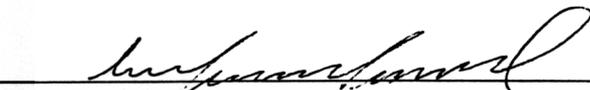
Prof. Dr. **AQUILES ELIE GUIMARÃES KALATZIS (Orientador)**
(Escola de Engenharia de São Carlos/USP)

Aprovado



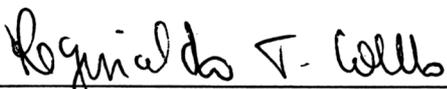
Prof.^a Dr.^a **FRANKLINA MARIA BRAGION DE TOLEDO**
(Instituto de Ciências Matemáticas e de Computação/USP)

Aprovada



Prof. Dr. **ELTON EUSTÁQUIO CASAGRANDE**
(Universidade Estadual Paulista "Julio de Mesquita Filho"/UNESP-Campus de Araraquara)

APROVADO



Prof. Associado **REGINALDO TEIXEIRA COELHO**
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em
Engenharia de Produção



Prof. Associado **GERALDO ROBERTO MARTINS DA COSTA**
Presidente da Comissão da Pós-Graduação da EESC

AUTORIZO A REPRODUÇÃO E DIVULGAÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTES TRABALHOS, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica preparada pela Seção de Tratamento
da Informação do Serviço de Biblioteca - EESC/USP

S621g Sirqueira, Aieda Batistela
Governança corporativa e otimização de *portfolios* : a
relação entre risco e retorno e boas práticas de
governança / Aieda Batistela Sirqueira ; orientador
Aquiles Elie Guimarães Kalatzis. -- São Carlos, 2007.

Dissertação (Mestrado-Programa de Pós-Graduação e Área
de Concentração em Engenharia de Produção) -- Escola de
Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo,
2007.

1. Governança corporativa. 2. Nível 1. 3. Nível 2.
4. Novo Mercado. 5. IGC. 6. IBOVESPA. 7. Otimização de
portifolios. 8. Programação linear. 9. Programação
inteira mista. I. Título

Aos meus pais, Lourival e Odete, pelo amor incondicional, pelos valores que me ensinaram e pelo esforço para que eu chegasse até aqui. Aos meus irmãos, André e Aldo, pelo imenso amor, pela amizade sincera e pelos bons momentos compartilhados. Esta vitória também é de vocês.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Aquiles Elie Guimarães Kalatzis, pela orientação, pela paciência com que me atendeu incontáveis vezes, pelos ensinamentos essenciais para a elaboração deste trabalho, por acreditar na minha capacidade e pela amizade.

À Prof^a. Dr. Franklina Maria Bragion de Toledo, membro da banca, pelas valiosas críticas, sugestões e dicas que engradeceram e, que muitas vezes, facilitaram o trabalho e pela boa vontade e gentileza com que me atendeu inúmeras vezes.

Ao Prof. Dr. Elton Eustaquio Casagrande, membro da banca, pelas contribuições que enriqueceram o trabalho.

Aos professores do Departamento de Engenharia de Produção da EESC-USP, do Departamento de Matemática Aplicada e Estatística do ICMC-USP e do Departamento de Administração da FEA-USP, pelo aprendizado proporcionado, fundamental para realização deste trabalho.

À Profa. Dr. Sandra Maria Semensato de Godoy e à Profa. Dr. Márcia Cristina Anderson Braz Federson, por torcerem pelo meu sucesso e pela amizade.

Ao César Augusto Cezar, pela oportunidade, por acreditar no meu potencial e pelo carinho.

À todos os amigos que fiz em São Carlos, pelas horas de estudos compartilhadas, pela agradável convivência, pela ajuda durante este projeto e por tornarem minha vida mais divertida.

Às amigas que foram minha segunda família neste período, Ana Paula, Érika e Lorena, pela amizade, pelo carinho, por me ouvirem nos momentos difíceis, por me animarem inúmeras vezes, pelas horas de diversão no nosso AP e pelas boas risadas que demos juntas.

Aos meus queridos amigos Caio, Aline, Elíris e Sandra, por se preocuparem comigo mesmo estando longe e pela amizade que a distância não foi capaz de destruir.

À todos os colegas de trabalho, pela oportunidade de aprender constantemente. Em especial ao André, ao Arthur e ao Paulo, por tornarem os dias de trabalho mais alegres.

Aos amigos do Programa de Formação, pela amizade, por tornarem os cursos divertidos e por fazerem da vida corrida de São Paulo mais alegre. Em especial à Roberta, ao Gabriel e ao Tubias, por terem se tornados grandes amigos em tão pouco tempo, pela disposição em me ouvir e em me ajudar, pelo enorme carinho e por todas as histórias que temos pra contar.

À todos os amigos e familiares, pelo carinho, pela torcida e pelos ótimos momentos compartilhados. Em especial ao Julio, à Lílian, à Alexandra, à Lia, ao Deley, à Maria, ao Amauri, à Lúcia, ao Machado, a Wanda, ao Regiane, ao Guimão, ao Lemaum, ao Du, e ao Kriok, pela alegria dos encontros nos finais de semana, pelos maravilhosos churrascos na casa dos meus pais e pela bagunça que fizemos juntos.

Aos meus irmãos, André e Aldo, pelo imenso amor, por serem meus melhores amigos, por estarem sempre dispostos a me ajudar, por se preocuparem comigo e pelos momentos inesquecíveis que passamos juntos, que tornam minha vida mais feliz.

Aos meus pais, Lourival e Odete, pelo amor incondicional, pelo carinho dedicado ao longo de todos estes anos, por me ampararem todas as vezes que precisei, por acreditarem em mim, por serem um exemplo de caráter, pelos valores e princípios que me ensinaram e por lutarem, incansavelmente, para que eu chegasse até aqui.

RESUMO

SIRQUEIRA, A.B. (2007). Governança Corporativa e Otimização de *portfolios*: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança. Dissertação (mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

O objetivo deste trabalho é verificar se ações de companhias que adotam boas práticas de governança corporativa proporcionam maiores retornos e menor risco aos investidores ao compará-las com ações de empresas que não se comprometeram a adotar tais práticas. Para cumprir este objetivo são utilizados três modelos de otimização de *portfolios*. O primeiro modelo, o modelo Maxmin, maximiza o menor retorno mensal, enquanto o segundo maximiza o retorno anual. Já o terceiro modelo minimiza o desvio médio absoluto da carteira, que é considerado como uma medida de risco. Todos os modelos serão solucionados por métodos de programação linear (PL), em que não é considerado o número de ações da carteira, e de programação inteira mista (PIM), em que são inseridas restrições nos modelos que permitem especificar o número mínimo e máximo de ações. Os modelos são aplicados para uma carteira composta por ações que estão no IGC e para uma carteira formada por ações que estão no IBOVESPA. Os resultados obtidos para as duas carteiras são comparados, buscando evidenciar a idéia de que a boa governança corporativa está relacionada com maiores retornos e menores riscos. Neste sentido, o presente trabalho busca verificar empiricamente se, realmente, as ações de empresas com boa governança proporcionam maiores retornos e menor risco aos acionistas e, desta forma, fornecer novas informações que contribuam com o conhecimento e maior desenvolvimento do tema. Os resultados deste trabalho evidenciam o melhor desempenho da carteira formada pelas ações do IGC, que apresentaram maiores retornos e menores riscos. Diante destes resultados, há indícios de que o compromisso com práticas adicionais de boa governança corporativa pode estar proporcionando maior retorno e menor risco.

Palavras-chave: *governança corporativa; Nível 1; Nível 2; Novo Mercado; IGC; IBOVESPA; otimização de portfolios; programação linear; programação inteira mista.*

ABSTRACT

SIRQUEIRA, A.B. (2007). Corporate Governance and *portfolios* optimization: the relation between risk and return and good governance practices. M.Sc. Dissertation – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

The objective of this work is to verify if shares of companies that adopt good corporate governance practice provides greater returns and lower risks to investors when compared with shares of companies that do not adopt these set of practices. Three optimization *portfolios* models were used to accomplish this objective. The first model, the maxmin model, maximizes the smallest monthly return, while the second maximizes the annual return. The third model minimizes the mean absolute deviation, which is considered a risk measure. All the models will be solved by linear programming (LP) methods, when it is not possible to determinate the number of shares in the *portfolio*, and mixed integer programming (MIP) methods, in which are inserted constraints that permit specify the minimum number and maximum number of shares in the models. The three models are applied to a *portfolio* formed by shares that are in IGC and to a *portfolio* formed by shares that are in IBOVESPA. The obtained results for both *portfolios* will be compared, willing to evidence the idea that good corporate governance is related with greater returns and lower risks. This study has the purpose to verify empirically if shares of companies with good governance provides greater returns and lower risks to investors and, this way, supplies new information that contribute with knowledge and greater development of the theme. The results of this work show that the better performance of *portfolio* formed by shares of IGC, that presented greater returns and lower risks. According to these results, there are indicators that the commitment with additional corporate governance practices can be providing greater returns and lower risks.

Keywords: *corporate governance; Level 1; Level 2; New Market; IGC; IBOVESPA; portfolio optimization; linear programming; mixed integer programming.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1 – Mudança entre os modelos atual, emergente e de mercado	58
Figura 3.2 – Círculo virtuoso para a governança corporativa no Brasil.....	59

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1 – Percentual relativo de emissões primárias e secundárias em 2004	51
Gráfico 3.2 - Participação dos Investidores no Volume Total Negociado no Ano (%)	52
Gráfico 3.3 – Evolução do IBOVESPA X IGC X IBRX 50 (base 1000 = 25/06/01).....	74

LISTA DE QUADROS

Quadro 2.1 – Opinião de investidores institucionais sobre governança corporativa.....	29
Quadro 3.1 – Principais exigências para listagem no Nível 1 e Nível 2	70
Quadro 3.2 – Principais exigências para listagem no Novo Mercado.....	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Leis francesas e inglesas e a proteção dos investidores.....	37
Tabela 3.1 – Prêmio de controle observado entre 1990 e 2000.....	49
Tabela 4.1 – Resultados Modelo I - Maxmin – Programação Linear (PL)	83
Tabela 4.2 – Resultados Modelo I - Programação Inteira Mista (PIM)	85
Tabela 4.3 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo I	86
Tabela 4.4 – Resultados Modelo II - Programação Linear (PL)	87
Tabela 4.5 – Resultados Modelo II - Programação Inteira Mista (PIM).....	88
Tabela 4.6 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo II.....	90
Tabela 4.7 – Resultados Modelo III - MAD – Programação Linear (PL).....	91
Tabela 4.8 – Resultados Modelo III - Programação Inteira Mista (PIM).....	92
Tabela 4.9 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo III.....	93
Tabela A – Ações que compõem o IGC (maio/agosto – 2006).....	109
Tabela B – Ações que compõem o IBOVESPA (maio/agosto – 2006)	110

LISTA DE SIGLAS

BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice BOVESPA
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
PIM	Programação Inteira Mista
PL	Programação Linear

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	6
LISTA DE FIGURAS	7
LISTA DE GRÁFICOS	8
LISTA DE QUADROS	9
LISTA DE TABELAS	10
LISTA DE SIGLAS	11
SUMÁRIO.....	12
1 Introdução.....	14
2 Governança Corporativa.....	19
2.1 Propriedade e Controle	19
2.2 Problema da Agência.....	21
2.3 Contratos de Incentivo.....	24
2.4 A Teoria dos <i>Stakeholders</i>	25
2.5 Governança Corporativa: Conceitos e Definições.....	26
2.6 Governança Corporativa no Mundo	29
2.6.1 Códigos de Governança Corporativa no Mundo	31
2.6.2 Governança Corporativa nos Estados Unidos	32
2.6.3 Governança Corporativa no Japão.....	33
2.6.4 Governança Corporativa na Alemanha.....	34
2.7 As Leis de Governança Corporativa.....	35
2.7.1 Direitos e Proteção dos Acionistas no Mundo	36
2.8 O Conselho de Diretores	38
2.9 Importância dos Investidores Institucionais	39
2.10 As Bolsas de Valores e a Governança Corporativa.....	41
2.11 Os Governos e a Governança Corporativa	43
2.12 A Governança Corporativa e o Desempenho das Empresas	44
3 O Brasil e a Governança Corporativa.....	47
3.1 Mercado de Capitais Brasileiro	47
3.2 As Ações no Brasil	52
3.3 Estrutura de Propriedade no Brasil.....	54
3.4 A Governança Corporativa no Brasil	55

3.4.1	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.....	60
3.4.2	IBGC.....	61
3.4.2.1	Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	62
3.4.3	Leis das SAs	63
3.4.4	Comissão de Valores Mobiliários - CVM.....	65
3.4.5	BOVESPA.....	68
3.4.5.1	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2.....	69
3.4.5.2	Novo Mercado.....	72
3.4.5.3	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC.....	73
4	Modelos de Otimização de <i>Portfolios</i>	75
4.1	Dados, Métodos e Modelos	75
4.1.1	Modelo I – MaxMin	78
4.1.2	Modelo II - Retorno Anual	80
4.1.3	Modelo III – MAD	81
4.2	Análise dos Resultados.....	82
4.2.1	Modelo I – Maxmin.....	83
4.2.2	Modelo II – Retorno Anual	87
4.2.3	Modelo III – MAD	90
5	Conclusão	95
	Referências Bibliográficas.....	101
	Anexo	109

1 Introdução

A governança corporativa é atualmente tema de debates e discussões cada vez mais intensos em diversos países. Após as fraudes financeiras, em que empresas como a Enron, World Com, Parmalat, entre outras, estiveram envolvidas, a governança das companhias passou também a ser preocupação dos governos, pois os escândalos proporcionados por elas causaram impactos nos mercados de capitais. As práticas ruins de governança corporativa têm sido alvo de pesadas críticas e são consideradas as responsáveis pelo afastamento dos investidores do mercado.

Iniciativas públicas e privadas têm procurado disseminar e promover o desenvolvimento das boas práticas de governança corporativa. Códigos de Governança, leis e inovações promovidas pelas Bolsas de Valores são medidas adotadas em vários países para que um maior número de empresas passe a adotar as boas práticas de governança e conheça a sua importância e os seus benefícios. As boas práticas de governança são capazes de atrair os investidores ao garantir maior proteção dos direitos dos acionistas, equidade no tratamento entre majoritários e minoritários e divulgação de informações com qualidade e ética. Com a atração desses investidores, o mercado passa a ter um maior número de papéis negociáveis, aumentando a liquidez das ações e, desta forma, incentivando o aumento no número de emissões e de ofertas públicas. O número cada vez maior de empresas emitindo novas ações e abrindo o capital fortalece o mercado de capitais, que passa a ser um ambiente favorável à captação de recursos para as empresas. As empresas, por sua vez, conseguem investir em projetos mais lucrativos, alcançando o crescimento desejado e, com isto, favorecem o desenvolvimento da economia como um todo.

Sabe-se que a governança corporativa se desenvolveu na tentativa de solucionar o problema de agência, discutido por Jensen e Meckling (1976), e também abordado por Berle e Means (1932). Segundo Berle e Means (1932), o crescimento das empresas implicava na necessidade de captação de grande quantidade de recursos, o que se tornava possível com o aumento do número de sócios da empresa. Com o número de sócios cada vez maior, as empresas alcançavam o crescimento desejado, no entanto tinham adquirido proporções que impossibilitava um só membro ou uma só família gerenciá-las. Surgia assim a necessidade de capital humano especializado em gerenciamento, o que por sua vez implicava na separação entre propriedade e controle, sendo que a propriedade permanecia com os proprietários, enquanto o controle passava a estar com os gestores especializados.

Essa separação entre propriedade e controle é a causa dos chamados conflitos de agência, amplamente discutidos por Jensen e Meckling (1976). Esses conflitos de agência são os conflitos de interesse que surgem na relação entre agentes e principais. Ocorre que não há garantias de que os gestores tomarão decisões que maximizem a riqueza dos proprietários, surgindo assim a possibilidade de expropriação da riqueza dos proprietários pelos gestores¹. Diante de tal fato surgem os contratos de incentivos, que buscam fornecer incentivos aos gestores para que estes defendam os interesses dos proprietários. Para Shleifer e Vishny (1997), este tipo de contrato pode se dar de várias formas, incluindo distribuição de propriedade, opções para a compra de ações e até mesmo demissão, caso o desempenho seja ruim. No entanto, os autores acreditam que os contratos de incentivo não acabam com os conflitos de agência, apenas são capazes de reduzi-los.

Diferentemente da ênfase dada pela teoria da agência na relação entre agentes e principais, a teoria dos *Stakeholders* se preocupa com todos os envolvidos com a empresa, como por exemplo, fornecedores, clientes, colaboradores e acionistas. Segundo esta teoria, uma empresa só consegue obter sucesso ao se preocupar com os interesses de todos os envolvidos. Na teoria da agência só existe um objetivo, que é o de maximizar o valor da companhia. Para Jensen (2001), este objetivo se divide em vários outros quando há uma preocupação com os *stakeholders*. No entanto, esse aumento no número de objetivos das companhias permite que os gestores expropiem facilmente a riqueza dos proprietários. Assim, o autor acredita que o principal objetivo da empresa deve realmente ser a maximização do valor da companhia no longo prazo, mas sem ignorar os interesses dos demais envolvidos. Neste sentido, a governança corporativa pode ser uma solução para os problemas de agência. Isto pode ser corroborado pela definição de governança corporativa da Comissão de Valores Mobiliários:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Atualmente as práticas de governança corporativa são objetos de crescentes melhorias e discussões em diversos países. Os investidores já perceberam os benefícios proporcionados

¹ Na teoria de finanças corporativa assume-se que o objetivo da firma é maximizar a riqueza dos acionistas.

por tais práticas e estão investindo nas companhias que as adotam. Diversos são os códigos de governança corporativa existentes que buscam garantir ética, transparência e proteção dos direitos dos acionistas.

É importante destacar que os sistemas de governança corporativa se diferenciam entre os países. Para La Porta *et al.* (2000), as leis de proteção existentes em um país podem dificultar o processo de expropriação de riquezas por parte dos gestores, e tão importante quanto conteúdo destas leis é a sua capacidade e qualidade de aplicação. Fica evidente então que a estrutura legal e a cultura do país são determinantes das práticas de governança existentes.

No Brasil, que é um país caracterizado por uma estrutura de propriedade altamente concentrada, o principal problema de agência é o conflito de interesse entre acionistas majoritários e minoritários. O que ocorre na prática é que os acionistas majoritários conseguem, muitas vezes, expropriar a riqueza dos minoritários, que não têm direitos garantidos, pois a grande maioria são proprietários de ações preferenciais, que não garante direito a voto. Com isso, os investidores, sem capital para se tornarem majoritários, são afastados do mercado, inibindo assim o seu desenvolvimento.

Com o fraco desempenho do mercado, as empresas têm dificuldade em captar recursos no mercado de capitais, e a governança corporativa no Brasil passa a ser vista como a solução para a maior proteção dos direitos dos minoritários. Iniciativas privada e pública têm unido forças para disseminar a importância do tema nas companhias e a adoção das boas práticas. Entre estas iniciativas, podem ser citadas a reforma da lei das SAs, o Código de Governança Corporativa desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, as Recomendações sobre Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários, os incentivos fornecidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, e os segmentos criados pela Bolsa de Valores de São Paulo (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Pesquisadores e estudiosos da área, como por exemplo, Mallin (2004), Blair (2003), Brown e Caylor (2004), entre outros, afirmam que há uma relação entre boas práticas de governança corporativa com ações que proporcionam maiores retornos e menor risco se comparadas com ações de empresas que não adotam tais práticas. No entanto, não há nenhuma abordagem formal que comprove esta relação. O que se conhece até então é que estas práticas realmente são capazes de atrair mais investidores ao mercado e valorizar as ações das empresas, porém a escassez de estudos que comprovem tal relação impede uma afirmação mais confiável.

Neste sentido, o presente estudo tem por objetivo verificar a existência desta relação através de modelos de programação linear e de programação inteira mista que otimizam o retorno e o risco de carteiras, contribuindo formalmente com evidências empíricas. Os modelos utilizados possibilitarão verificar se carteiras compostas por ações de empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa apresentam maiores retornos ou menor risco que carteiras compostas por ações de empresas que não adotam tais práticas, evidenciando desta forma a existência ou não de uma possível relação entre boas práticas de governança corporativa e maiores retornos ou menores riscos. Para atingir este objetivo faz-se necessário realizar uma revisão da literatura sobre governança corporativa, apresentar o perfil da governança no Brasil e realizar um levantamento das ações das empresas que compõem o IBOVESPA e o IGC.

Este trabalho está estruturado em 5 capítulos, sendo que o capítulo presente trata-se da introdução. Os dois capítulos seguintes buscam formar uma base conceitual sobre a governança corporativa, sua evolução e seus principais aspectos no Brasil. O Capítulo 2 tem por objetivo apresentar o conceito de governança corporativa, como a estrutura de propriedade, as leis, os investidores institucionais, etc. afetam a estrutura de governança existente em cada país e como os investidores se sentem em relação a estas práticas. Já o Capítulo 3 aborda como é a estrutura de governança corporativa presente no Brasil. Para o entendimento das práticas de governança corporativa existentes e dos principais problemas enfrentados no Brasil, são importantes noções de como se deu o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e como é seu desempenho, assim como o conhecimento dos tipos de ações negociadas no país. No Capítulo 4 serão apresentados os modelos utilizados no estudo, a forma como os dados das ações, tanto do IGC quanto do IBOVESPA, foram coletados, bem como os resultados obtidos na tentativa de evidenciar a existência ou não de relação entre ações com boa governança corporativa e maiores retornos ou menores riscos. O Capítulo 5 traz as considerações finais e a conclusão do estudo.

Foram utilizados três modelos, sendo que dois otimizam o retorno de uma carteira de ações e o terceiro otimiza o risco da carteira. Um dos modelos é o modelo Maxmin, que maximiza o retorno mínimo de uma carteira de ações sujeito a um conjunto de restrições. O outro modelo maximiza o retorno anual de uma carteira de ações satisfazendo um outro grupo de restrições. Já o terceiro modelo, modelo MAD, minimiza o desvio médio absoluto da carteira dado um conjunto de restrições que devem ser satisfeitas. Posteriormente, foram introduzidas restrições que permitem determinar a quantidade de ações da carteira. Essas restrições baseiam-se em variáveis inteiras, o que passa a caracterizar os modelos como de

programação inteira mista. Portanto, serão utilizadas modelos que são solucionados por programação linear, que são aqueles em que não é possível determinar o número de ações da carteira, e os mesmos modelos solucionados por programação inteira mista, que possibilitam especificar o número mínimo e máximo de ações de uma carteira.

Os modelos apresentados serão implementados para duas carteiras e os resultados obtidos serão confrontados. Uma das carteiras é composta apenas por ações de empresas que compõem o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), que são as ações das companhias que satisfazem um conjunto de regras de governança corporativa. A outra carteira é composta por ações que compõem o Índice BOVESPA (IBOVESPA), que são as ações de empresas que não se comprometeram a cumprir práticas de governança corporativa.

A comparação dos resultados entre as carteiras permitirá apresentar possíveis evidências quanto ao papel da governança corporativa e seus reflexos sobre o retorno e o risco para os investidores. Isto é, se a carteira composta por ações que estão no IGC apresenta maior retorno e menor risco que a carteira formada por ações que compõem o IBOVESPA, as quais não adotam exigências adicionais de boa governança corporativa, há indícios da existência de uma relação entre boas práticas de governança e melhor desempenho.

2 Governança Corporativa

Este capítulo é dedicado às discussões sobre os principais aspectos abordados pela teoria de governança corporativa, como por exemplo, a separação de propriedade e controle, os conflitos de agência e seus custos, os contratos de incentivos, a teoria dos *stakeholders* e as definições de governança corporativa. Uma breve análise do papel da governança corporativa no mundo e os códigos de governança corporativa são analisadas neste seção. Os sistemas presentes em alguns países, como Estados Unidos, Japão e Alemanha, que apresentam as melhores estruturas de governança segundo pesquisadores, são discutidos brevemente. As leis existentes em cada país, consideradas as responsáveis pela diferenciação entre os sistemas de governança das empresas, e sua relação com a governança corporativa também são abordadas. A importância dos investidores institucionais, dos grandes investidores e dos conselhos de diretores na governança das empresas também são discutidas. Além disso, participações como das bolsas de valores e dos governos, consideradas fundamentais para o desenvolvimento e disseminação do tema, são tratadas. Outro ponto que também merece atenção e que é discutido no fim do capítulo, é a relação existente entre governança corporativa e o desempenho das empresas.

Uma discussão mais consciente sobre a governança corporativa torna-se possível através do entendimento de como o tema surgiu e se desenvolveu. A separação entre propriedade e controle nas empresas é a base para o bom entendimento do que é a governança corporativa hoje e da sua importância. Ocorre que com o crescimento das empresas torna-se praticamente impossível que uma pessoa gerencie a companhia, implicando assim na separação entre propriedade e controle, considerada a origem dos problemas de agência.

2.1 Propriedade e Controle

A separação entre controle e propriedade das empresas é há muito tempo analisada e discutida por pesquisadores. Em 1776, Adam Smith já se preocupava com a questão. Em sua obra *The Wealth of Nations*, o autor já levantava a possibilidade de que com a separação entre propriedade e controle as empresas passariam a ser administradas por pessoas que não teriam a mesma atenção e dedicação dos proprietários. Ele aponta o esbanjamento e a negligência que os administradores poderiam ter ao trabalhar com recursos de terceiros como fonte do surgimento de problemas entre investidores e administradores.

Mais de um século depois, Berle e Means (1932) também realizaram um trabalho sobre o mesmo tema. Em sua obra, abordaram uma questão fundamental para o funcionamento das empresas, qual seja, os administradores corporativos continuarão a agir em nome dos interesses dos investidores ou defenderão seus próprios interesses? Para os autores, a separação entre propriedade e controle proporciona aos administradores a possibilidade de perseguirem seus próprios interesses a custa dos proprietários. No entanto, acredita-se que esta separação é inevitável à medida que países e mercados tornam-se industrializados e desenvolvidos.

O que Berle e Means (1932) notaram foi que o crescimento das empresas incapacitava um único proprietário ou uma única família de controlá-las, pois surgia a necessidade de maior captação de recursos. Por sua vez, esta necessidade implicava na pulverização da estrutura de propriedade, gerando assim a necessidade de capital humano especializado para o gerenciamento e, conseqüentemente, na administração realizada por terceiros. Para Okimura (2003), a necessidade de gerenciamento realizado por terceiros pode ser considerada um sério prejuízo, já que ao separar propriedade e controle a relação entre a maximização da riqueza e a utilização eficiente dos recursos estaria ameaçada.

O problema levantado por Adam Smith (1776) e Berle e Means (1932) foi bastante discutido por Jensen e Meckling (1976), que é considerado por Bolton e Scharfstein (1998) como o ponto inicial para a literatura moderna sobre governança corporativa².

La Porta *et al.* (1998), realizaram um estudo sobre governança corporativa em que observaram que a forma de propriedade mais comum no mundo não é a pulverizada, mas sim a propriedade familiar e uma estrutura concentrada. Além disso, eles conseguiram relacionar a fraca proteção fornecida aos investidores com a concentração de propriedade. Os autores apontam dois motivos para a maior concentração de propriedade em países com baixa proteção aos acionistas. O primeiro refere-se à necessidade que os grandes investidores têm em possuir grande quantia do capital da empresa para exercer seu poder de controle e conseguir monitorar o comportamento dos gestores, evitando assim a expropriação de riqueza. Segundo, diante da fraca proteção dos investidores, os minoritários estariam dispostos a comprar ações apenas por um preço baixo, tornando-se assim inviável para as companhias a oferta pública de novas ações, o que por sua vez poderia estimular ainda mais a concentração de propriedade.

² A teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) será discutida na próxima seção.

Com a constatação de que a estrutura de propriedade mais comum no mundo é a concentrada, questiona-se a importância e influência do trabalho de Berle e Means (1932), em que a relação entre gestores e proprietários é baseada numa estrutura de capital pulverizada. Entretanto, vale ressaltar que a propriedade difusa é muito comum nos Estados Unidos e Reino Unido. Além disso, a diluição da propriedade concentrada é uma tendência, já que as companhias necessitam criar condições que as permitam captar recursos a um custo mais baixo. A redução de custo na captação dos recursos é possível através da competitividade no mercado, que implica na existência de muitos investidores interessados nos papéis, e com isso dispostos a pagarem mais pelas ações. Este grande número de negócios realizados implica em uma maior liquidez dos papéis e o grande número de investidores negociando estas ações estimula novas emissões, contribuindo para o desenvolvimento do mercado.

Apesar de países como Estados Unidos e Reino Unido serem caracterizados por esta estrutura de propriedade pulverizada, nota-se que ela não é tão comum em outros países, principalmente nos países emergentes, que têm como característica a estrutura de propriedade mais concentrada, e muitas vezes familiar. No entanto, há realmente uma tendência na pulverização do capital, já que as firmas buscam maior competitividade internacional, implicando assim, como analisado por Berle e Means (1932), na incapacidade de administração por um único investidor ou por apenas uma família. A separação entre propriedade e controle torna-se então inevitável, e surge assim a possibilidade de expropriação da riqueza dos proprietários por parte dos gestores, gerando conflito entre agentes e principais.

2.2 Problema da Agência

Com a separação de propriedade e controle das firmas surge o relacionamento de agência. Este relacionamento, segundo Jensen e Meckling (1976), existe entre agentes e principais, ou seja, entre gestores e proprietários. Para os autores, esta relação ocorre por meio de um contrato, no qual o principal delega a outra pessoa, no caso o agente, um trabalho que envolve a transmissão de autoridade para tomada de decisão.

Na prática, os gestores devem basear-se neste contrato para tomar decisões no lugar dos proprietários, procurando sempre defender os interesses dos investidores. Exatamente desta autoridade concedida aos gestores para que eles possam tomar as decisões necessárias surge o problema de agência. Quem garante que os gestores ao tomarem suas decisões estão tentando maximizar a riqueza dos proprietários e não a sua própria riqueza? Não há nenhuma

garantia de que os gestores ajam da melhor maneira possível ou de que não estejam agindo na defesa de seus próprios interesses.

É a partir do conflito de interesses entre agentes e principais que o problema de agência ocorre. Para Jensen e Meckling (1976), se agentes e principais buscam sempre a maximização de sua riqueza, é provável que os gestores não ajam de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, gerando assim a expropriação de riqueza dos proprietários. Para Shleifer e Vishny (1997), o problema de agência refere-se às dificuldades que os investidores têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não atrativos.

Em geral, proprietários e gestores assinam um contrato que estipula o que o gestor deve fazer com o capital e como o retorno deste será distribuído entre eles. Shleifer e Vishny (1997), afirmam que o ideal seria um contrato completo, especificando tudo que o agente deve realizar e como serão alocados os lucros. No entanto, a maioria das situações futuras é difícil de descrever e muitas imprevisíveis, o que torna um “contrato completo” tecnicamente infactível. Com isso, administradores e acionistas têm que alocar direitos de controle residual, que nada mais são do que os direitos de tomar decisões em circunstâncias não totalmente previstas no contrato. Como os gestores possuem um conhecimento maior do negócio, pois são qualificados para administrar a empresa, acabam ficando com o direito residual de controle.

Com grande parte dos direitos residuais de controle, os gestores têm a oportunidade de expropriar a riqueza dos investidores, o que ocorre muitas vezes. Para La Porta *et al.* (2000), as principais formas de expropriação são: reinvestimento do fluxo de caixa em projetos que não agregam valor; roubo dos lucros; escolha de projetos baseado no gosto pessoal e não em análises técnicas; resistência à liquidação ou fusão vantajosa aos acionistas; diversificação excessiva da empresa; determinação de remuneração abusiva para si próprios; e venda, por um preço abaixo do de mercado, da produção, de ativos ou de títulos para empresas que são controladores. Shleifer e Vishny (1997) consideram que uma outra forma de expropriação é a permanência de gestores desqualificados ou incompetentes no corpo administrativo da empresa.

Na tentativa de minimização do problema de agência os proprietários fornecem incentivos aos gestores, para que estes ajam de forma a defender seus interesses (dos proprietários). Jensen e Meckling (1976) vêem os incentivos fornecidos pelos principais aos agentes como um mecanismo capaz de amenizar o problema de agência. Para os autores,

The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs

designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. (p. 5)

Neste sentido, tanto os incentivos fornecidos aos gestores na tentativa de amenizar o conflito de agência, quanto a elaboração de contratos que tentam descrever e prever o maior número de possibilidades de decisões geram os custos de agência.

Para Mallin (2004), o custo de agência nada mais é do que:

The costs resulting from managers misusing their position, as well as the costs of monitoring and disciplining them to try to prevent abuse, have been called agency costs. (p. 11)

A tentativa de alinhar os interesses de investidores e gestores cria os custos de agência. Jensen e Meckling (1976) e Jensen e Smith Jr. (1984) definem os custos de agência como a soma de: custos de estruturação de contratos; gastos de monitoramento do comportamento dos agentes (realizado pelos principais); gastos realizados pelo agente para mostrar ao principal que ele está defendendo seus interesses; e perdas residuais, que surgem da redução da riqueza do principal por desalinhamento dos interesses e decisões do agente em relação ao principal. Isto é, os custos de agência surgem tanto das perdas causadas pelas decisões que não maximizam a riqueza dos proprietários, como também da tentativa de alinhar os interesses de acionistas e gestores.

O problema de agência entre agentes e principais é bastante comum em empresas com propriedade pulverizada, onde o principal conflito de interesse ocorre entre gestores e acionistas. No entanto, empresas com concentração de propriedade também apresentam o problema de agência, que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários, pois em grande parte dos casos os majoritários possuem vantagens que não são oferecidas aos minoritários. A concentração de capital nas mãos de poucos grandes acionistas gera a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, surgindo assim um novo conflito de agência.

Como já comentado anteriormente, os incentivos fornecidos aos gestores na tentativa de alinhar os interesses entre agentes e principais amenizam este conflito. Estes incentivos são fornecidos com base em contratos que proporcionam benefícios aos gestores baseados no

cumprimento de certas atitudes e no seu desempenho em maximizar a riqueza dos proprietários.

2.3 Contratos de Incentivo

Os gestores por terem maior conhecimento da empresa acabam por receber os direitos residuais de controle. Isto quer dizer que eles são responsáveis pelas decisões em muitos casos. Com isto, eles conseguem expropriar a riqueza dos proprietários e agir em seu próprio benefício. Uma possível alternativa para esta questão é dada pela implementação de incentivos para que os gestores atuem em concordância com os interesses dos acionistas. Na prática, ocorre que os gestores e investidores criam um contrato de incentivo, buscando, desta forma, impedir decisões prejudiciais aos acionistas.

Para Shleifer e Vishny (1997) os contratos de incentivo podem induzir os gestores a agirem conforme o interesse dos proprietários. Para os autores, este tipo de contrato pode se dar de várias formas, incluindo distribuição de propriedade, opções para a compra de ações e até mesmo demissão em caso de fraco desempenho.

O problema dos contratos de incentivos é que os gestores ao negociarem seus contratos de incentivos com um conselho de administração passivo ou dominado por eles podem obter ganhos extras³. Isto ocorre porque os gestores, na maioria das vezes, possuem informações adicionais as do conselho, permitindo a elaboração de termos do contrato em seu favor. Por exemplo, eles podem determinar um benefício já sabendo quando os lucros ou o preço das ações irão subir, podem manipular a política de investimento e as informações contábeis para aumentar sua remuneração. Shleifer e Vishny (1997) ressaltam a importância da transparência das informações contábeis na governança corporativa, já que grande parte dos contratos de incentivo se baseia nos dados contábeis da empresa.

Shleifer e Vishny (1997) e Jensen e Meckling (1976) ao discutirem os contratos de incentivo não os vêem como uma solução para o problema de agência. Contudo, acreditam que tais contratos conseguem minimizar este problema na medida em que fornecem benefícios para que os gestores defendam os interesses e direitos dos proprietários.

Uma outra abordagem amplamente discutida é a teoria dos *stakeholders*, em que os interesses de todos os envolvidos na companhia são considerados. Nesta teoria, os gestores

³ Conselho de administração passivo é aquele que não acompanha o desempenho da empresa, as informações contábeis, financeiras e a situação da companhia no mercado.

são responsáveis pela defesa dos interesses de todos estes envolvidos, bem como pelo cumprimento de uma série de objetivos que buscam beneficiar a todos.

2.4 A Teoria dos *Stakeholders*

Diferentemente da ênfase dada pela teoria da agência em defesa dos interesses e benefício dos acionistas, a teoria dos *stakeholders* destaca a importância de todos os envolvidos na companhia, como por exemplo, clientes, fornecedores, empregados e ambiente.

Stakeholders include all individuals or groups who can substantially affect, or be affected by, the welfare of the firm – a category that includes not only the financial claimholders, but also employees, customers communities, and government official. (JENSEN, 2001, p. 8 e 9)

Enquanto a importância na defesa dos interesses dos acionistas conduz a maximização da riqueza da firma, a adoção da teoria dos *stakeholders* considera os interesses de diversas partes envolvidas. Um exemplo destas distintas abordagens pode ser observado nos Estados Unidos e na Alemanha. Mallin (2004) observa que enquanto a estrutura de governança do modelo americano enfatiza o valor para os acionistas e implica em conselhos formados por diretores executivos e não executivos eleitos pelos próprios acionistas, a Alemanha permite que grupos, como por exemplo, os dos empregados da companhia, elejam representantes no conselho supervisor.

A ampliação do foco da estrutura de governança altera o principal objetivo da empresa. No caso da ênfase aos direitos dos acionistas, só existe um objetivo, que é o de maximizar o valor da companhia. Para Jensen (2001), este objetivo se divide em vários outros quando há uma preocupação com os *stakeholders*. Dentre eles estão: o de ter capacidade para oferecer produtos de qualidade a baixos preços aos clientes, o de aumentar os salários dos empregados, o de oferecer baixo risco e altos retornos aos investidores, o de proporcionar gastos sociais que visam o benefício da sociedade.

O problema desta teoria é como alcançar todos estes objetivos e ao mesmo tempo manter a competitividade da firma e a sua atratividade para os investidores. Apesar deste problema, muitos diretores e administradores defendem com ênfase esta teoria e a adotam na prática das companhias, o que pode ser observado em algumas empresas alemãs. Para Jensen (2001), o que eles estão fazendo ao adotar tal política é defender seus próprios interesses, pois como não existem critérios de tomada de decisão, eles podem alocar os recursos da companhia de forma livre, sem a obrigação da prestação de contas, o que por sua vez impede

que os gestores sejam avaliados de alguma forma. Isto pode conduzir a atividades ineficientes, implicando muitas vezes na baixa produtividade da companhia.

Apesar da crítica a esta teoria em relação à falta de controle e de capacidade de monitoramento das atividades dos gestores, Jensen (2001), acredita que

[...] we can not maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency. We cannot create value without good relations with customers, employees, financial backers, suppliers, regulators, and communities. (p. 16)

Para o autor, é fundamental a avaliação e monitoramento das atividades dos gestores e a maximização do valor da companhia, assim como é importante a preocupação com os interesses dos demais envolvidos. Buscando permitir que os gestores sejam monitorados e avaliados e que os *stakeholders* sejam considerados, o autor propõe duas teorias como possíveis soluções para o conflito entre a maximização do valor e a teoria dos *stakeholders*. Estas teorias são a *Enlightened Value Maximization* e a *Enlightened Stakeholder Theory*, consideradas por ele próprio como idênticas.

Embora ambas as soluções procurem considerar todos os envolvidos da firma, o objetivo principal continuaria sendo maximizar o valor a longo prazo da firma, assim como na teoria da agência. As propostas apresentadas por Jensen (2001) acabam solucionando o problema do surgimento de vários objetivos e permite que os gestores sejam avaliados, o que por sua vez reduz os custos de agência.

2.5 Governança Corporativa: Conceitos e Definições

A década de 90 foi marcada por escândalos que envolveram nomes de grandes empresas, como aconteceu com a Enron, World Com e Parmalat. Diante desta situação o conceito de governança corporativa, que existe há mais de 50 anos, ganhou maior notoriedade. Atualmente há uma maior preocupação com a estrutura de governança existente em cada país, não só por parte do setor público, como também pelo setor privado. Além disso, intensificaram-se as discussões sobre o tema, que é visto como solução para o problema de agência, oriundo da separação de propriedade e controle, sempre enfatizando a importância da ética e transparência.

Vários autores apresentam uma definição para governança corporativa. Segundo Rabelo e Silveira (1999), “Governança corporativa é o sistema por meio do qual se exerce e se monitora o controle nas corporações” (p.6). Para Shleifer e Vishny (1997) governança

corporativa são as formas pelas quais os fornecedores de capital asseguram que irão receber o retorno de seus investimentos. Para eles, a governança corporativa refere-se a um conjunto de restrições que os gestores impõem para si próprios, ou que os investidores colocam sobre os gestores tentando reduzir a má alocação de recursos e conseguir motivar os investidores de forma a obter mais recursos. Já Bolton e Scharfstein (1998) interpretam os arranjos de governança corporativa como uma tentativa para aliviar os problemas de agência, enquanto Tirole (2001) afirma que a governança corporativa refere-se à defesa dos interesses dos acionistas.

A governança corporativa diz respeito a um conjunto de mecanismos e de procedimentos, que têm como objetivos principais garantir os direitos dos acionistas diante dos possíveis abusos dos gestores e também proteger os acionistas minoritários frente aos interesses individuais dos majoritários. Isto é, a governança corporativa pode ser considerada como uma série de medidas a serem tomadas que se referem, principalmente, a transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre os acionistas. A implementação destas práticas, se realizadas por todas as companhias, permite uma redução da assimetria de informação, o que possibilita maior facilidade de comparação de balanços e resultados das empresas feitos pelos investidores. Segundo Vieira e Mendes (2004):

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

Para os autores, as boas práticas de governança corporativa são fundamentais para que os mercados possam obter um melhor desempenho, especialmente no que se refere à transparência e à credibilidade de informações.

La Porta *et al* (2000) define governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores se protegem da expropriação feita pelos *insiders*⁴. Para Hart (1995), a estrutura de governança corporativa pode ser vista como um mecanismo para tomada de decisão que não foi especificada no contrato inicial, lembrando sempre que é tecnicamente impossível a realização de um contrato completo.

⁴ *Insiders*: agentes, que por estarem dentro das empresas, podem obter informações privilegiadas.

Rabelo e Silveira (1999) definem um sistema eficiente de governança da seguinte forma:

Um sistema eficiente de governança deverá, portanto, elaborar mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado. (p. 8)

É importante enfatizar que o sistema de governança presente em um determinado país depende de outros fatores que o complementam, como por exemplo, a cultura do país, a legislação, o sistema regulatório existente, a organização interna de trabalho das firmas e as instituições de mercado. Outro fator que também influencia a estrutura de governança nacional é a estrutura de propriedade presente no país. Rabelo e Silveira (1999) apresentam o seguinte trecho em seu estudo:

[...] podemos dizer que a estrutura predominante de propriedade e controle numa economia determina quais são os instrumentos importantes para o exercício do controle corporativo [...] a estrutura de propriedade e controle é o resultado, em grande medida, do ambiente legal e regulatório. (p. 17 e 18)

O sistema regulatório e a legislação existente em cada país, além de influenciarem a estrutura de governança, influenciam o desenvolvimento dos mercados. Para Mallin (2004), o que influencia a estrutura de governança de um país, o diferenciando dos demais, é o sistema legal existente. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que o bom sistema de governança corporativa se dá pela combinação de grandes investidores e pequenos investidores com a proteção legal de ambos. Além disso, países onde existe maior proteção dos direitos dos acionistas conseguem encorajar investimentos e como consequência contribuir ao desenvolvimento dos mercados, os diferenciando daqueles em que a proteção é fraca.

Como a governança corporativa surge na tentativa de solucionar os conflitos entre agentes e principais, e como estes conflitos são os principais responsáveis pelo afastamento dos investidores do mercado, é importante conhecer como os investidores analisam e avaliam as práticas de governança das companhias. Se ao avaliarem as práticas de governança das companhias os investidores constatarem segurança em relação à proteção dos seus direitos e em relação a transparência na divulgação de informações, eles se sentirão atraídos novamente ao mercado, estimulando desta forma a dinamização do mercado. As opiniões de investidores

institucionais sobre a governança corporativa foram pesquisadas pela empresa de consultoria McKinsey em 2000 e 2002 e os resultados destas pesquisas são apresentados na próxima seção⁵.

2.6 Governança Corporativa no Mundo

Como a governança corporativa surgiu na tentativa de solucionar os conflitos de agência enfatizando a ética, a transparência, a igualdade de direitos entre acionistas, ela é uma atual preocupação de vários países. Apesar disto, os sistemas de governança se diferenciam entre os países. Surge então a seguinte questão: Como a governança corporativa se diferencia entre os países? Vários são os pesquisadores engajados em traçar o perfil de como o tema é visto e analisado. Diante deste quadro, a McKinsey apresentou em 2000, resultados de uma pesquisa para descobrir como os acionistas avaliam e observam a governança corporativa tanto em países desenvolvidos como também em mercados emergentes. Em 2002, a mesma empresa realizou outra pesquisa semelhante em que os dados de 2000 são confrontados com os novos resultados. O Quadro 2.1 apresenta algumas comparações entre os resultados obtidos nas pesquisas de 2000 e de 2002.

Investor Survey on Corporate Governance, 2000	Global Investor Opinion Survey: Key Findings, 2002
75% dos investidores acreditavam que as boas práticas do conselho eram importantes na escolha de uma companhia para investir.	Na América do Norte e Europa Ocidental, este percentual caiu para pouco mais de 50%. Já na Ásia, América Latina e Europa Oriental este percentual subiu para mais de 80%.
Mais de 80% dos investidores pagariam mais por ações de empresas com boas práticas de governança que por ações de empresas sem estas práticas e com desempenho financeiro semelhante.	Em média 70% dos entrevistados pagariam prêmio por ações de empresas com boas práticas de governança.
Os investidores dos Estados Unidos pagariam um prêmio de em média 18,3% por ações de empresas bem governadas. Na mesma situação, investidores da Colômbia e Venezuela pagariam em média 27% a mais. Enquanto investidores japoneses e alemães pagariam 20% a mais.	Ocorreu uma redução do prêmio pago pelos investidores por ações com boa governança, exceto para o Brasil, Japão e Argentina, onde este percentual subiu de 23%, 20% e 21% para 24%, 21%, 24%, respectivamente. Além disso, alguns países que não haviam participado da pesquisa em 2000 foram incluídos. Destaca-se Marrocos, Egito e Rússia onde os investidores estão dispostos a pagar um prêmio de pelo menos 38%.

Quadro 2.1 – Opinião de investidores institucionais sobre governança corporativa

Fonte: quadro baseado em informações das pesquisas McKinsey (2000) e (2002).

⁵ McKinsey & Company é uma empresa internacional de consultoria em gerenciamento. Ela presta serviço nas áreas de estratégia, tecnologia, operações e organização.

As pesquisas foram realizadas em cooperação com o Banco Mundial e institutos regionais de investidores institucionais. Foram entrevistados 200 investidores institucionais. Em 2000, estes investidores juntos gerenciavam aproximadamente U\$ 3,25 trilhões em ativos, já em 2002 o total gerenciado era de aproximadamente U\$ 2 trilhões. Além da comparação entre os resultados, a pesquisa de 2002 apresenta também os seguintes dados:

- 90% dos investidores desejam padrões mundiais de contabilidade;
- 71% dos entrevistados acreditam ser muito importante *disclosure* de contabilidade⁶;
- 47% dos investidores acham que a igualdade entre acionistas é muito importante;
- 37% acreditam que a liquidez do mercado é um fator muito importante;
- Investidores indicaram que as prioridades para as empresas são: *disclosure* do conselho, conselho independente e práticas efetivas do conselho.
- Os mesmo investidores também apontaram as prioridades para os *policymakers*, que são: maior garantia dos direitos dos acionistas, melhoria nos padrões contábeis e *disclosure* mais efetivo⁷.

Segundo esta pesquisa o fato dos investidores da Ásia e América Latina acharem as práticas do conselho tão ou mais importantes que o desempenho financeiro, reflete que a baixa qualidade das informações financeiras afasta os investidores do mercado. Estes investidores acreditam que terão maior proteção dos seus direitos através das boas práticas de governança. Para os autores da pesquisa, os altos prêmios pagos por ações de empresas com boa governança refletem a necessidade de *disclosure* de informações e de garantia e aplicação dos direitos dos acionistas.

O grande desafio encontrado é estabelecer quais são as necessidades de cada país e de cada empresa, analisando as opiniões tanto de investidores internos, como também de investidores estrangeiros, para só então reformular e melhorar a estrutura de governança existente. Na tentativa de criar padrões para estas práticas surgem os códigos de governança, elaborados por diferentes instituições em cada país. Alguns códigos se destacam pela influência na elaboração de outros. Os códigos são um dos fatores que implicam na diferença de estruturas de governança entre os países. A próxima seção discutirá brevemente os códigos de governança e apresentará o perfil da governança nos Estados Unidos, Japão e Alemanha, que são considerados pelos pesquisadores como os melhores sistemas de governança do mundo.

⁶ *Disclosure*: refere-se ao procedimento de divulgação pública das informações da empresa que podem influenciar as decisões de investimento.

⁷ *Policymakers*: refere-se aos formuladores de políticas para o mercado.

2.6.1 Códigos de Governança Corporativa no Mundo

Os escândalos financeiros que envolveram as grandes empresas na década de 90 tiveram impacto não só nos países sede destas companhias, como também no restante do mundo. Diante da preocupação mundial causada pelas fraudes cometidas por estas companhias, a discussão sobre governança corporativa foi intensificada e atualmente é comum os países possuírem códigos de governança. Para Mallin (2004), a introdução dos códigos de governança corporativa tem sido motivada pelo desejo de maior transparência e prestação de contas e também pela necessidade de aumentar a confiança dos investidores no mercado de ações. Além disso, o desenvolvimento destes códigos é estimulado por estes escândalos, capazes de colocar em risco a credibilidade das empresas e do mercado em geral.

A autora ainda destaca que o corpo responsável pela elaboração e desenvolvimento dos códigos é caracterizado por grande variedade de entidades e órgãos, incluindo comitês selecionados por departamentos do governo, figuras respeitáveis da indústria e do mercado financeiro, representantes das comunidades de investimento, representantes de profissionais da área, acadêmicos, representantes das empresas, entre outros.

Alguns códigos se destacam tanto por promover o desenvolvimento e disseminação das boas práticas de governança corporativa nos países onde foram criados, como também por influenciar outros códigos e causar impacto global. Dentre eles, os que mais se destacam são: *Cadbury Report* (1992) e *Principles of Corporate Governance* da OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*)⁸. Além dos códigos é possível citar entidades mundiais que buscam o maior desenvolvimento e discussão sobre a governança corporativa, como por exemplo, *World Bank*, o *Global Corporate Governance Forum* e *International Corporate Governance Network*.

As boas práticas recomendadas pelo *Cadbury Report* devem ser aceitas por todas as companhias registradas listadas no Reino Unido. As empresas que não concordam com alguma das práticas possuem o direito de explicar porque não aceitam tal item. Esta exigência de transparência possibilita ao investidor decidir se os motivos dados por determinada companhia são aceitáveis e se vale à pena tornar-se um investidor ou não.

⁸ Cadbury Report é um código de melhores práticas de governança que foi criado por um comitê formado em maio de 1991 pela Financial Report Council, pela London Stock Exchange e pelos profissionais de contabilidade para discutir os aspectos financeiros da governança corporativa. O Comitê ficou conhecido como Cadbury Report, por ser presidido por Sir Adrian Cadbury.

Principles of Corporate Governance da OECD são os princípios de governança corporativa recomendados pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)

O código diz respeito principalmente ao comportamento do conselho de diretores, às exigências que devem ser atendidas pelos diretores não executivos, às regras para os diretores executivos, às regras que o conselho deve atender para satisfazer as exigências de prestação de informações, à remuneração do conselho, à auditoria interna, aos comitês de auditoria, a efetividade do conselho, à estrutura e aos procedimentos do conselho, às responsabilidades dos diretores, às informações financeiras, à objetividade profissional, etc.

Os princípios da governança corporativa elaborados pela OECD, surgiram de um pedido do conselho da organização para o desenvolvimento de padrões da governança corporativa. A primeira versão foi apresentada em 1999, porém nos últimos anos alterações complementares têm sido realizadas.

Os princípios fornecem orientações específicas para os *policymakers*, reguladores e participantes do mercado ao melhorar as ferramentas regulatórias e institucionais que fornecem suporte para a governança corporativa com foco nas companhias negociadas publicamente. Além disso, eles fornecem sugestões para as bolsas de valores, investidores, corporações e outras partes envolvidas no desenvolvimento da boa governança corporativa. A OECD reconhece que não existe um modelo para ser aplicado a todos os países. Entretanto, seus princípios representam aspectos que são fundamentais para a boa governança corporativa em qualquer lugar do mundo.

Os principais objetivos dos princípios são: assegurar os fundamentos para uma estrutura de governança corporativa efetiva, garantir os direitos dos acionistas, possibilitar igualdade de tratamento entre os acionistas, dar maior importância ao papel dos *stakeholders* na governança corporativa, favorecer regras de *disclosure* e transparência, e destacar as responsabilidades do conselho.

2.6.2 Governança Corporativa nos Estados Unidos

Os Estados Unidos são caracterizados por um mercado de capitais altamente desenvolvido e com controle acionário pulverizado. A propriedade está distribuída tanto em indivíduos comuns, quanto em investidores institucionais e instituições financeiras. A governança se desenvolveu no país na tentativa de solucionar os problemas de expropriação de riqueza dos investidores.

A alta pulverização do capital das empresas faz com que os grandes investidores detenham baixa porcentagem do total das ações das companhias. Com isso, os gestores ganham força se comparados aos investidores, que não conseguem influenciar as práticas da

corporação, facilitando, desta forma, que os gestores consigam maximizar sua utilidade ao invés da utilidade dos proprietários.

Na década de 80, os fundos de pensão, que são os grandes investidores do mercado de ações do país, cansados com os abusos cometidos pelas empresas que acabavam não maximizando a riqueza dos proprietários, tiveram participação ativa e influenciaram de forma notável a adoção de boas práticas de governança nas companhias. Além disso, eles foram responsáveis pela criação do *Council of International Investor*, que tinha como objetivo principal a defesa de seus interesses.

Com base nesta participação mais ativa dos investidores a governança se desenvolveu de forma mais rápida no país. Mallin (2004) destaca que diferentemente de outros países, os Estados Unidos não possui códigos de governança. No entanto, existe grande aparato legal que transmite confiança aos investidores, como por exemplo: as leis corporativas do Estado de Delaware (*Delaware Corporate Law*) e o conjunto de leis conhecido como *Sarbanes-Oxley Act 2002*.

O corpo de leis corporativas criadas pelo *Delaware General Corporation Law* tem sido como uma norma no país e é amplamente adotado pelas empresas listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE). A ênfase é dada para que os diretores persigam os objetivos estratégicos da companhia e ao mesmo tempo defendam os interesses dos investidores.

As leis conhecidas como *Sarbanes-Oxley Act 2002*, fazem parte da *Accounting Industry Reform Act 2002*, que foram reformas promovidas pelo Congresso dos Estados Unidos, depois dos escândalos financeiros de algumas grandes empresas americanas. Estas reformas estão de acordo com mudanças realizadas nas regras de listagem da *New York Stock Exchange*, como por exemplo, as mudanças estabelecem um corpo regulatório para os auditores, o fortalecimento da independência dos auditores, etc.

2.6.3 Governança Corporativa no Japão

No Japão, a governança corporativa começou a se desenvolver na década de 90 a partir do momento em que reconheceu-se a necessidade de restaurar a confiança na economia japonesa e no mercado de ações que haviam sido abalados pela estagnação econômica, iniciada em 1990. A economia do Japão cresceu rapidamente na década 80, entretanto, a estagnação no início da década de 1990 afetou o crescimento nacional, repercutiu em economias de outros países e afastou os investidores internacionais.

É importante destacar que a principal característica da economia japonesa é o *kereitsu*, que são amplos conglomerados de companhias, geralmente com um banco no centro (que são

os fortes fornecedores de capital), com intensa presença de estrutura de propriedade cruzada⁹. Apesar das participações dos bancos serem limitadas a 5% , o relacionamento tradicional existente entre cliente e banco permite que os bancos sejam de grande ajuda às empresas em dificuldade.

Foi neste quadro que a governança corporativa se desenvolveu. Em 1997, a Federação Japonesa das organizações econômicas publicou as “Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa”. O objetivo da federação era conscientizar as companhias da necessidade de adoção de padrões de governança corporativa. Um outro passo foi dado pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão em 1998, que formou um comitê para elaboração dos “Princípios de Governança Corporativa – Uma Visão Japonesa”. Estes princípios eram simples diretrizes que deveriam evoluir para um código de governança corporativa.

Em 2001 foi publicado o código de governança corporativa japonês, elaborado pelo Comitê de Governança Corporativa do Japão. Os principais capítulos do código são: missão e papel do conselho de diretores, missão e papel dos comitês estabelecidos dentro do conselho de diretores, responsabilidade de liderança do CEO (*Chief Executive Officer*), garantia de justiça e transparência dos gestores executivos, e relatório aos acionistas e comunicação com os investidores.

2.6.4 Governança Corporativa na Alemanha

A Alemanha é caracterizada por um mercado de ações subdesenvolvido. Companhias financeiras e não financeiras são acionistas influentes e há um nível notável de estrutura de propriedade cruzada. Além disso, pode-se destacar a busca pela defesa dos interesses dos *stakeholders*, diferentemente de outras economias que enfatizam a maximização da riqueza apenas dos acionistas.

A governança corporativa no país é baseada em dois sistemas de conselho, o conselho administrativo e o conselho supervisor. O conselho administrativo é responsável pelo gerenciamento da empresa, enquanto o conselho supervisor supervisiona e fiscaliza o conselho administrativo.

Os membros do conselho supervisor são eleitos pelos acionistas. Ressalta-se que os empregados da companhia também possuem representantes no conselho supervisor. Em empresas com mais de 500 funcionários, um terço deste conselho é formado por

⁹ A propriedade cruzada se dá quando uma empresa se torna maior acionista de outras companhias, que por sua vez detém a maioria das ações de outras companhias.

representantes dos empregados. Já trabalhadores de companhias com mais de 2000 funcionários podem ser representados por metade do conselho supervisor.

A importância dada pelo país à busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* é notável. No entanto, existem críticas a representatividade dos funcionários no conselho supervisor, já que muitas vezes seus representantes podem impedir decisões capazes de prejudicar os funcionários, mas que seriam realizadas para atender os interesses das companhias.

O desenvolvimento das boas práticas de governança corporativa no país também se deu na década de 90. O acesso de empresas alemãs a outros mercados implicou na adoção de algumas regras necessárias. Entretanto, o código de governança corporativa alemão, conhecido como Código *Cromme*, foi publicado em 2002. Os principais tópicos discutidos são: acionistas e reunião geral, co-operação entre conselho administrativo e conselho supervisor, conselho administrativo, conselho supervisor, transparência, e relatório e auditoria da demonstração financeira anual.

Antes mesmo da criação do código de governança corporativa alemão ter sido lançado, um importante passo já havia sido dado pelo *Deutsche Börse*, administrador da bolsa de Frankfurt, que foi a criação do *Neuer Market* (novo mercado). Este mercado foi criado com o objetivo de estimular o investimento de capital de risco e facilitar a abertura de capital para pequenas empresas. É possível destacar como fatores que geraram o sucesso deste mercado as regras de transparência, a preocupação com o direito dos acionistas e a liquidez mínima exigida.

É notável a diferença entre os sistemas de governança que se desenvolveram nos países. Pesquisadores consideram que o principal fator responsável por esta diferença são as leis existentes em cada país. Apesar de leis diferentes, é possível agrupar os países baseado em quais leis comerciais (romanas ou inglesas) influenciaram o desenvolvimento das mesmas no país. Além disso, é ainda possível verificar as mesmas características de proteção e garantia dos direitos dos acionistas baseados neste agrupamento.

2.7 As Leis de Governança Corporativa

As leis de governança corporativa se diferenciam entre os países. No entanto, existem certas similaridades que permitem classificá-las em quatro famílias de leis. Isto ocorre porque o desenvolvimento das leis comerciais deu-se baseado em dois principais sistemas, o das leis Romanas e o das leis Inglesas. Sendo que o sistema de leis romanas possui três famílias de

leis internas, ou seja, três subdivisões, que são as leis francesas, as leis alemãs e as leis escandinavas.

O sistema legal francês influenciou países como Bélgica, Itália, Portugal, Espanha entre outros. Enquanto as leis germânicas influenciaram Japão, Grécia, Hungria, Suíça, Áustria, etc. Já as leis escandinavas se espalharam pelos países nórdicos. Com o período de colonização estes sistemas foram espalhados para diversos outros países, por exemplo, os Estados Unidos foi influenciado pelas leis inglesas ao se tornar uma colônia da Inglaterra e o Brasil teve influência das leis francesas, pois foi colonizado por portugueses.

La Porta *et al* (1998) analisaram as leis que protegem os acionistas, a origem destas leis e a qualidade de sua aplicação em 49 países. A conclusão é que países influenciados pelas leis romanas são caracterizados pela fraca proteção aos investidores, diferentemente dos países com influência das leis inglesas, onde a proteção dos investidores é forte. Esta diferença explica porque alguns países conseguem captar mais recursos que outros, já que os investidores procuram financiar empresas em lugares onde exista proteção dos seus direitos.

Uma outra conclusão do trabalho é que a qualidade da aplicação das leis ocorre de forma mais forte nos países de leis Escandinavas, seguidos por países de leis germânicas. Atrás estão os países de leis inglesas, embora estejam bem a frente dos países de leis francesas.

La Porta *et al.* (2000) afirmam que as leis de proteção existentes em um dado país dificultam o processo de expropriação por parte dos gestores. Os autores consideram que tão importante quanto o conteúdo destas leis é a capacidade e qualidade de sua aplicação. A qualidade de aplicação das leis é maior em países com economia desenvolvida, diferentemente da existência das leis, que não estão relacionadas com o nível de desenvolvimentos econômico. Para Shleifer e Vishny (1997), a maior falha dos sistemas de governança corporativa está relacionada com falta de proteção dos investidores.

2.7.1 Direitos e Proteção dos Acionistas no Mundo

A proteção e a garantia dos direitos dos acionistas atraem mais investidores, aumentando assim a competitividade do mercado, que por sua vez estimula o aumento do número de ofertas públicas e de empresas listadas em bolsas, proporcionando o desenvolvimento do mercado e agregando valor as companhias.

Os investidores estão protegidos quando cada ação garante poder de decisão, ou seja, uma-ação-um-voto. Além disso, a proteção aos acionistas pode ser observada através dos seguintes fatores: o voto pode ser dado sem obrigação de presença física ou por representante

nas reuniões dos acionistas, proibição de bloqueio de ações em período próximo de reuniões dos acionistas, direito de representantes no conselho, mecanismos contra opressão da minoria, direito preventivo de comprar ações de novas emissões, e baixa porcentagem de ações necessárias para pedido de reuniões extraordinárias. Também são vistas como fatores de proteção as regras de divulgação de informações e de contabilidade.

La Porta *et al.* (1998) conseguiram coletar dados sobre as leis que protegem os acionistas, sobre a qualidade e a capacidade de aplicação destas, o que possibilitou concluir que apenas 22% dos países que participaram da amostra usada na pesquisa possuem o direito de uma-ação-um-voto; que 27% dos países permitem que os acionistas minoritários tenham representação proporcional no conselho; que 18% permitem o voto por correspondência; e que 53% possuem mecanismos contra opressão da minoria. A diferença entre a proteção existente em países distintos se mostra ainda mais reforçada na análise entre os países influenciados pelas leis francesas e os países influenciados pelas leis inglesas, como pode ser visto na Tabela 2.1.

Tabela 2.1 – Leis francesas e inglesas e a proteção dos investidores

Tipo de Proteção	Influenciados pelas Leis Francesas	Influenciados pelas Leis Inglesas
Países com uma-ação-um-voto	29%	Todos
Países que permitem o voto por correspondência	5%	39%
Países que bloqueiam as ações para os encontros de acionistas	43%	Nenhum
Países que tem proteção contra opressão da minoria	29%	94%
Porcentagem de ações exigidas para convocação de reunião extraordinária	15%	9%
Direito preventivo de compra de novas ações	62%	44%

Fonte: elaborado a partir de informações de La Porta *et al.* (1998)

É importante destacar que a proteção aos acionistas dos países com influências das leis alemãs e escandinavas situa-se entre os dois extremos, ou seja, está entre aqueles que são influenciados pelas leis francesas e inglesas. Fica evidente que os países baseados nas leis inglesas possuem a mais forte proteção aos acionistas, enquanto os países baseados nas leis francesas têm a pior proteção aos acionistas.

Além disso, La Porta *et al.* (1998) compararam a qualidade da contabilidade nestes países. Em primeiro lugar estão os países escandinavos seguido dos países influenciados pelas leis inglesas. Na terceira colocação, e bem à frente dos países de leis francesas, estão os países germânicos. O ambiente oferecido aos investidores é radicalmente diferente entre países com boa proteção e com proteção ruim. É fundamental esclarecer que o sistema de governança existente em determinado país é também influenciado pelo tipo de conselho de diretores

existente, pelas regras a que eles estão submetidos, por investidores institucionais mais ativos, pelos incentivos proporcionados pelas bolsas de valores e pelos governos.

Como os tipos de conselhos de diretores influenciam a estrutura de governança corporativa existente em diferentes países, e como os conselhos são os responsáveis pelas tomadas de decisão que proporcionam, ou não, a maximização do valor da companhia, é fundamental entender o papel e a importância dos conselhos.

2.8 O Conselho de Diretores

O Conselho de diretores é fundamental para o bom desempenho das empresas. É em grande parte o responsável pelo sucesso da companhia. Os conselhos são compostos tanto por diretores executivos, como pelos diretores não-executivos¹⁰. A estrutura do conselho se diferencia entre os países, em alguns deles as empresas adotam um conselho unitário, enquanto em outros existe a prática de dois conselhos, o duplo conselho.

O conselho unitário de diretores é composto por diretores executivos e não-executivos, que são eleitos pelos acionistas em reuniões anuais. Eles são responsáveis pelas atividades da companhia bem como pelo cumprimento de seus objetivos. Já o duplo conselho é formado pelo conselho supervisor, também eleito pelos acionistas, e pelo conselho de administração, que é eleito pelo conselho supervisor. Sendo que o conselho supervisor é responsável pelo monitoramento da direção dos negócios, enquanto o conselho de administração é responsável pelo funcionamento dos negócios. (MALLIN, 2004)

Independentemente do tipo de sistema existente em cada país, o conselho é o elo existente entre o comportamento dos negócios e os investidores. São eles os responsáveis pela defesa dos interesses dos investidores. Segundo Mallin (2004), o conselho é responsável pela determinação do objetivo e da estratégia da companhia, das metas a serem alcançadas, dos planos e das políticas para realização de tais objetivos, pelo monitoramento do progresso de tais objetivos e pela nomeação do CEO com capacidade de liderança apropriada. Isto é, os diretores são responsáveis por tomarem decisões objetivas que satisfaçam os interesses da companhia.

Além disso, é fundamental para a boa governança corporativa que o conselho transmita as informações relevantes da companhia para os acionistas. É importante destacar

¹⁰ A função dos diretores não executivos é equilibrar o conselho, amenizando e até mesmo impedindo que as decisões tomadas sejam influenciadas pelos diretores executivos, protegendo assim, de forma mais eficaz, os direitos dos acionistas. Geralmente os diretores não executivos são independentes, o que quer dizer que o seu julgamento não é influenciado por nenhum tipo de relacionamento ou circunstância.

que, apesar do conselho agir em busca da defesa dos interesses e da satisfação dos acionistas, nem sempre todos estarão satisfeitos, já que muitas vezes são numerosos e suas opiniões são divergentes.

Uma outra característica é que os conselhos possuem o poder de criar sub-comitês, compostos por diretores não-executivos, tendo como função relatar ao conselho informações sobre setores submetidos à sua responsabilidade. Os sub-comitês mais comuns são: os comitês de administração dos riscos, os comitês auditores, os comitês de nomeação e os comitês de remuneração.

O comitê de administração dos riscos tem a função de garantir que o gerenciamento dos riscos esteja funcionando eficientemente. Já a função do comitê auditor é a de garantir que os interesses dos acionistas estejam sendo efetivamente defendidos. Além disso, quando não existir o comitê de administração dos riscos este comitê é o responsável pelo monitoramento dos riscos da companhia. A responsabilidade do comitê de nomeação é conduzir o processo de nomeação do conselho e indicar candidatos com habilidade, experiência e conhecimento necessários para o cargo. A função do comitê de remuneração é garantir remuneração justa aos diretores executivos, evitando assim que eles mesmos recebam salários abusivos ao estabelecerem sua própria remuneração.

Assim como é fundamental para o bom desempenho das companhias que o conselho exerça sua função, é também importante a participação ativa dos investidores institucionais. Em muitos casos, os investidores institucionais foram os responsáveis pela adoção de melhores práticas de governança nas companhias.

2.9 Importância dos Investidores Institucionais

Com a separação de controle e propriedade das empresas, os investidores passaram o controle para os gestores, embora eles ainda possuam o direito a propriedade. Em países com estrutura de capital pulverizada, dificilmente os investidores têm o poder de influenciar decisões e práticas das empresas, mas isto não é o que acontece com os investidores institucionais. Em contraste com o nível de ações dos investidores individuais, os investidores institucionais possuem grande parte da propriedade das companhias e com isso têm força para alterar decisões e comportamentos já estabelecidos nas empresas.

Os investidores institucionais são principalmente os fundos de pensão e as empresas de seguro. O aumento destes investidores deu-se principalmente após a década de 60, como aconteceu no Reino Unido, onde é possível observar uma grande diferença entre os anos de

1963 e 2002. Enquanto em 1963, os investidores individuais, as companhias seguradoras e os fundos de pensão detinham, respectivamente, 54%, 10% e 6% da propriedade, em 2002 estes dados passaram para 14%, 20% e 16% para investidores individuais, seguradoras e fundos de pensão, respectivamente. (MALLIN, 2004)

Os investidores institucionais têm se preocupado mais com o desempenho da companhia, comportamento do conselho de diretores, estratégias e objetivos das empresas, qualidade das informações divulgadas, dados contábeis, entre outros, e começaram a ter uma postura mais ativa. Além disso, os códigos de governança corporativa incentivam esta participação e enfatizam a importância fundamental destes investidores para que as empresas adotem práticas existentes nos códigos de governança. Alguns investidores institucionais já possuem seu próprio guia de práticas de governança corporativa, geralmente elaborado com base nos códigos, e exigem que as empresas nas quais estão investindo cumpram estas regras.

Além do incentivo dado pelos códigos de governança, o Comitê dos Investidores Institucionais, *Institucional Shareholders' Committee*, também sugere que estes investidores devam elaborar documentos públicos que estabeleçam como as companhias serão monitoradas, como serão tratados os conflitos de interesse e como será a política de votos. Além disso, o Comitê recomenda que o desempenho das empresas seja acompanhado periodicamente.

Para Mallin (2004), os investidores institucionais podem exercer seu poder através da exigência de encontros com o conselho de diretores e do voto. Os encontros servem para a discussão de políticas da companhia, apresentação de estratégias e objetivo, divulgação das metas já alcançadas, etc. A força destes investidores é tamanha que, em geral, suas opiniões e sugestões são incorporadas nas atividades das companhias.

Apesar do voto ser um direito destes investidores, o que se vê é a baixa porcentagem de investidores votantes e reclamações da dificuldade de exercer o direito de voto. Esta dificuldade surge de problemas, como por exemplo, a existência de investidores residentes em países diferentes do país sede da companhia, dificuldade de entendimento dos assuntos que serão votados, ou pelo idioma ou pela insuficiência de informações, etc. Entretanto existem diversas frentes mobilizadas para que haja um aumento da porcentagem de investidores votantes.

É notável a função e a importância do comportamento dos investidores institucionais. No entanto, muitos países não possuem investidores institucionais, mas são marcados pela existência de grandes investidores individuais. É importante também que estes investidores adotem práticas mais ativas tanto para monitorar o desempenho das companhias, como

também para exigir que as companhias tenham boa governança, assim como fazem os investidores institucionais.

Para Shleifer e Vishny (1997), só a concentração de propriedade é capaz de alinhar interesses entre proprietários e gestores, pois só grandes investidores são capazes de monitorar os agentes. No entanto, a propriedade concentrada causa outros problemas, pois os grandes investidores são capazes de defender seus interesses, que muitas vezes divergem totalmente dos interesses dos acionistas minoritários e funcionários. Além disso, um grande investidor suporta um alto risco, pois possuem grande parte do capital de uma só empresa, exigindo assim um retorno maior.

Investidores institucionais e grandes investidores mais ativos são cruciais para o estabelecimento de regras de governança que priorizem a ética, a transparência e estabeleçam a confiança e a credibilidade dos mercados. Em países onde a propriedade é pulverizada, investidores institucionais ativos são capazes de impor limites aos abusos cometidos pelas empresas. Já em países onde existe concentração da propriedade este papel deve ser desenvolvido pelos grandes investidores. Entretanto, é importante que estes investidores adotem uma postura ética, sejam capazes de limitar ações abusivas e imponham regras que favoreçam o maior número possível de acionistas, evitando desta forma a expropriação da riqueza dos minoritários.

Para que as empresas se conscientizem da importância de boas práticas de governança corporativa e passem a usá-las efetivamente é fundamental não só a postura mais ativa dos investidores institucionais e dos grandes investidores como também das bolsas de valores. As bolsas de valores podem atuar incentivando as empresas a adotarem tais práticas ao oferecer novos segmentos de listagem. Além disso, ao oferecer medidas inovadoras, buscando que um maior número de empresas adotem as boas práticas de governança corporativa, as bolsas conseguem proporcionar um ambiente mais atrativo aos investidores. A importância das bolsas e a implementação de medidas inovadoras no mercado de capitais podem contribuir para o desenvolvimento do mesmo.

2.10 As Bolsas de Valores e a Governança Corporativa

Diante da importância dada à governança corporativa, tanto pela capacidade de minimização do conflito de agência, como também por proporcionar um melhor funcionamento das empresas e desenvolvimento do mercado de capitais, são importantes iniciativas de várias fontes, tanto do setor público como privado, que favoreçam o

desenvolvimento do tema. Como foi apresentado pela pesquisa realizada pela Mckinsey em 2002, os investidores estão dispostos a pagar um prêmio por ações de empresas bem governadas, evidenciando que os investidores buscam produtos, no caso ações, de qualidade. Portanto, tanto o papel exercido pelo setor público quanto pelo setor privado devem ser mais ativos na elaboração de leis e incentivos para que as empresas adotem as boas práticas de governança.

As bolsas de valores, juntamente com incentivos proporcionados pelos governos, são capazes de fomentar a adoção da boa governança ao propor iniciativas que favoreçam e coloquem as empresas em evidência, como é o caso dos novos segmentos implementados pelas Bolsas de Valores de São Paulo, no Brasil, e em Frankfurt, na Alemanha¹¹. O objetivo destes segmentos é atrair empresas que pratiquem a boa governança.

Na Alemanha, em 1997, a Bolsa de Frankfurt criou o *Neuer Market*, que impunha regras de transparência, liquidez e bom relacionamento com os investidores. No entanto, segundo Peixe (2003), após vários colapsos, escândalos de fraudes e alterações no regulamento, realizadas na tentativa de restabelecer a confiança e a credibilidade do mercado, o *Neuer Market* foi fechado em 2003 e dois outros segmentos foram criados. Estes segmentos são o Padrão Doméstico e o Padrão *Prime*. O Padrão *Prime* possui regras adicionais as do Padrão Doméstico, e acabou recebendo grande parte das empresas que negociavam no *Neuer Market* e já atendiam tais exigências.

Apesar do *Neuer Market* não ter obtido sucesso no longo prazo, fato que se deve a incapacidade de monitoramentos do cumprimento das regras. Iniciativas como estas são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais interno, bem como para que as companhias sejam bem governadas, pois são capazes de atrair novas empresas, aumentar o número de emissões e negociações, bem como destacar a boa governança das empresas para os investidores. O importante é que a implementação de mercados diferenciados seja realizada após estudos de viabilidade e certeza de capacidade de monitoramento do comportamento das empresas.

Além dos benefícios proporcionados pelas Bolsas de Valores, uma postura mais ativa por parte dos governos pode influenciar e até obrigar as empresas a adotarem práticas de boa governança corporativa. Fica então evidente a importância de medidas e elaboração de leis

¹¹ A Bolsa de Valores de São Paulo criou três segmentos, o Novo Mercado, o Nível 1 e o Nível 2. Estes segmentos são voltados para empresas que estão dispostas a cumprir um conjunto de regras adicionais aos de listagem comum. A discussão sobre o caso brasileiro será realizada no próximo capítulo.

que busquem fazer com que as empresas passem a adotar tais práticas, proporcionando desta forma, maior segurança aos investidores.

2.11 Os Governos e a Governança Corporativa

Assim como é fundamental para o desenvolvimento dos mercados o papel das bolsas de valores, os governos também merecem atenção especial, por serem responsáveis pela criação de leis e incentivos que favoreçam a governança corporativa.

É importante que o processo de elaboração das leis e sua aprovação não sejam atos influenciados, e sim procedimentos imparciais. Em diversos países onde a concentração de propriedade é elevada, acionistas majoritários pressionam os órgãos responsáveis pela criação e aprovação de leis, para que medidas capazes de proteger os minoritários sejam deixadas de lado. Estes investidores estão preocupados em garantir situações que lhes proporcionem certos privilégios, como é o caso da venda do controle da companhia, em que muitas vezes os majoritários recebem ofertas superiores as que são oferecidas aos acionistas minoritários.

Além disso, muitas empresas atuam como tais investidores, e conseguem impedir que leis na defesa dos direitos de propriedade ou que impliquem na obrigatoriedade de utilização de mecanismos que favoreçam a transparência e divulgação de informações não sejam aprovadas, o que por sua vez, acaba facilitando o processo de expropriação de riquezas.

Um outro problema é falta de efetividade das leis, ou seja, não há nenhum tipo de monitoramento do cumprimento das leis, ou quando estes mecanismos existem eles não são eficientes. Em diversos países, muitas leis aprovadas não são aplicadas, o que acaba desfavorecendo a atratividade do mercado. A criação de leis que sejam efetivamente aplicadas, capazes de proteger os investidores e obrigarem as empresas a atuarem de forma ética e transparente, atrai não só investidores nacionais como também os estrangeiros e permite que as empresas sejam capazes de captar recursos a um custo menor.

É também papel dos governos a criação de comitês e comissões preocupadas com a qualidade da governança nas empresas e com a elaboração de códigos e guias, capazes de atingir um grande número de empresas, de padronizar a governança no país e de esclarecer a importância destas medidas.

O setor público, representado pelos governos, deve ser responsável pela elaboração de leis que protejam os investidores e que façam com que as companhias sejam dirigidas pela boa governança. Além disso, governos podem criar órgãos capazes de fomentar a discussão

sobre o tema e de disseminar práticas que favoreçam o desenvolvimento das companhias e dos mercados.

Uma postura mais ativa por parte dos governos, bolsas de valores, investidores institucionais e grandes investidores poderia influenciar as empresas a adotarem boas práticas de governança corporativa, como visto anteriormente. Medidas que dizem respeito a qualidade das informações divulgadas, equidade entre os acionistas e postura ética do conselho estão relacionadas diretamente com os benefícios proporcionados aos investidores. No entanto, não se sabe se estas medidas estão relacionadas com o melhor desempenho das companhias. Vários pesquisadores realizaram estudos que buscam comprovar tal relação.

2.12 A Governança Corporativa e o Desempenho das Empresas

Como foi visto anteriormente, a governança corporativa tem apresentado grande destaque nos últimos anos, pois tem sido considerada a solução para os problemas de agência. As boas práticas de governança corporativa, como, por exemplo, conselho composto por diretores executivos e não-executivos, regras para divulgação de informações, qualidade dos dados contábeis e proteção aos direitos de propriedade de todos os acionistas são capazes de permitir o monitoramento mais eficiente do desempenho das empresas, de diminuir os custos de agência e de otimizar as atividades da empresa.

Frente aos benefícios proporcionados pela boa governança corporativa, surge o questionamento se a aplicação destas práticas está relacionada com o melhor desempenho das empresas. Muitos são os pesquisadores engajados em pesquisas que buscam a resposta para esta questão.

Brown e Caylor (2004) foram capazes de mostrar em sua pesquisa que firmas com um sistema fraco de governança corporativa possuem baixo desempenho operacional, baixa valorização e baixa remuneração aos seus acionistas, enquanto firmas bem governadas foram capazes de proporcionar maior valorização, melhor desempenho operacional e maior remuneração aos seus acionistas.

O que eles concluíram é que muitos fatores considerados como representantes da boa governança estão relacionados com o bom desempenho das firmas. No entanto, algumas práticas consideradas boas se relacionam com o mau desempenho. Para os autores, práticas como frequência de todos os diretores em pelo menos 75% das reuniões de conselho, conselhos controlados por mais de 50% de diretores independentes externos, desempenho do

conselho revisto regularmente, conselhos com conselheiros externos, etc. estão relacionados com o bom desempenho das empresas. Já práticas como, presença de diretores com mais de um ano de serviço e proprietários de ações, exigência de voto da maioria para a aprovação de fusões, entre outras, estão associadas com o mau desempenho das companhias.

Apesar da conclusão do trabalho de Brown e Caylor (2004) indicar que as práticas de boa governança corporativa estão associadas com o melhor desempenho das companhias, Blair (2003) acredita que os estudos nesta área ainda não encontraram evidências significativas desta relação. Ela cita como exemplo as pesquisas que tentaram relacionar a independência dos diretores com o melhor desempenho das companhias e não obtiveram evidências empíricas convincentes.

Para Blair (2003), a dificuldade está na incapacidade das pesquisas de encontrar evidências que tenham impactos significativos. Um outro obstáculo para confirmar a existência desta ligação é a dificuldade encontrada para mensurar as práticas de governança implementadas pelas companhias e medir o tamanho do impacto que estas proporcionam no desempenho das empresas.

Mallin (2004) também acredita que as pesquisas ainda não são conclusivas. Para a autora o que existe é um *mix* de pesquisas, algumas em que os resultados encontram uma relação entre as práticas adotadas de governança corporativas nas companhias e seus desempenhos e outras em que não existe evidências para conclusão de tal fato.

Vale ressaltar que apesar da inexistência de pesquisas conclusivas sobre o tema, a pesquisa realizada pela Mckinsey em 2002 mostra a importância dada pelos investidores a estas práticas. Segundo esta pesquisa, os investidores estão dispostos a pagar um prêmio por ações de companhias bem governadas, o qual pode ser de 11% no Canadá, chegando a 41% no Marrocos.

Diante de tais fatos, sabe-se que apesar das pesquisas serem incapazes de encontrar evidências que estabeleçam ou não a relação entre a governança corporativa e o desempenho das companhias, os investidores são extremamente atraídos por estas ações e são capazes até de pagar mais por elas, enfatizando a importância de tais práticas.

Com toda esta discussão sobre a governança corporativa, seu desenvolvimento, como estas práticas se diferenciam entre os países, etc., é possível se questionar sobre as características do sistema de governança brasileiro. Diferentemente de países como os Estados Unidos onde a propriedade é pulverizada, o Brasil possui uma estrutura de propriedade altamente concentrada. Essa concentração de propriedade gera conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, sendo este o principal problema de

agência enfrentado no país. Neste sentido, serão abordados no próximo capítulo os principais aspectos da estrutura de governança corporativa do Brasil.

3 O Brasil e a Governança Corporativa

Este capítulo busca discutir a governança corporativa no Brasil, como é a estrutura de controle e propriedade no país e qual o principal conflito de agência existente. Para isto, torna-se necessário um levantamento da literatura sobre a história do mercado de capitais brasileiro. Além disso, as práticas de governança corporativa das companhias e como os tipos de ações comercializadas no Brasil influenciam a estrutura de propriedade são discutidas nesta seção. Também é apresentado o perfil das práticas de governança das companhias brasileiras e como estas práticas tendem a mudar com a adoção da boa governança. Outro assunto que também é abordado neste capítulo são as iniciativas governamentais e institucionais Brasileiras que buscam estimular a adoção de boas práticas de governança corporativas nas empresas, como as promovidas pelo BNDES, IBGC e BOVESPA.

3.1 Mercado de Capitais Brasileiro

O desenvolvimento do mercado de capitais tem um papel fundamental para o crescimento econômico, pois é ele que fornece estruturas e ferramentas para a existência de um *link* entre os indivíduos com capacidade de poupança e os necessitados de recursos. Para Assaf Neto (2000)

O mercado de capitais [...] é o grande unificador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento. (p. 102)

Levine (1997) afirma que é fundamental o desenvolvimento do mercado de capitais e das instituições financeiras para o crescimento econômico. Segundo o autor, não é o desenvolvimento das instituições ou do mercado de capitais que promove o crescimento econômico, mas sim o desenvolvimento de ambos. Ele considera o nível de desenvolvimento do mercado de capitais e das instituições financeiras boas *proxies* para o desenvolvimento econômico futuro¹².

Para Haddad (2005), a evolução e o bom desempenho dos mercados de capitais estão relacionados com o ambiente institucional e de negócios favoráveis. Para o autor, este ambiente favorável é caracterizado pela liberdade de acesso em ambientes com presença de

¹² *Proxies*: variáveis utilizadas para representar outra variável.

concorrência entre as empresas, por regras contratuais estáveis e eficientes, por um modelo que prioriza o setor privado sobre o dirigismo estatal, e pelo baixo intervencionismo do Estado.

Teixeira (2005) destaca ainda que quando os investidores consideram muito arriscado o investimento a longo prazo, a possibilidade do mercado de capitais se desenvolver é muito baixa. Este fato é considerado como uma das causas para o baixo desenvolvimento do financiamento de longo prazo no Brasil, que possui um mercado caracterizado pelo financiamento de curto prazo, sendo deficiente na habilidade de financiar recursos de longo prazo. Para o autor, a preferência dos investidores brasileiros pelo curto prazo está relacionada com a baixa previsibilidade da economia, após décadas de grande volatilidade e incertezas.

O início da década de 70 foi marcado por fortes estímulos fornecidos pelo governo para desenvolver os mercados de ações. Para incentivar a demanda por ações o governo permitiu que parte do imposto de renda devido fosse investido em fundos de ações, cujas regras privilegiassem o horizonte de longo prazo. Além disso, impôs que os fundos de pensão, que começavam a se formar nesta época, tinham que investir um percentual mínimo do patrimônio em ações. Já para incentivar a oferta de ações, o governo estabeleceu uma alíquota de imposto de renda menor para as empresas de capital aberto, além de uma alíquota mais baixa sobre os ganhos de capital obtidos em vendas de ações em Bolsa. Para Rogers e Ribeiro (2004), grande parte das empresas que abriram seu capital neste período, só o fizeram para obter benefícios fiscais e financeiros, concedidos pelo governo.

Estes incentivos fornecidos pelo governo proporcionaram uma melhora no desempenho do mercado até 1974. No entanto, quando houve impacto do primeiro choque do petróleo a performance do mercado foi abalada e iniciou-se o declínio desse desempenho. Apenas em 1986, empresas do setor de tecnologia conseguiram sucesso na tentativa de levantar recursos no mercado de capitais.

Apesar dos incentivos fornecidos pelo governo na década de 70 para fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais, Haddad (2005) considera que o fraco desempenho do mercado, durante o período de 1970 a 1990, deve-se aos seguintes fatos:

Do pós-guerra até o início dos anos 1990, o modelo nacional desenvolvimentista adotado implicou fechamento econômico, centralização da poupança no Estado, controle de câmbio e de capitais, e pesada regulamentação. Ademais, desequilíbrios fiscais explícitos ou disfarçados geraram inflação crônica, desequilíbrios no balanço de pagamentos e dívida pública elevada, [...] Desses fatores decorreu uma combinação de alta

volatilidade da economia, juros reais elevados e encurtamento dos horizontes de aplicações financeiras, características nada propícias ao desenvolvimento de um mercado de capitais saudável. (p. 183)

O autor considera como obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional o ambiente regulatório altamente desfavorável ao credor e os altos prêmios de controle pago aos acionistas majoritários¹³. Para ele existe uma relação negativa entre o desenvolvimento do mercado de capitais e os altos prêmios de controle. Um estudo realizado por Dyck e Zingales (2002) em que foram observados diversos casos de venda de companhias em vários países constatou que países com maiores benefícios de controle possuem mercado de capitais menos desenvolvidos e estrutura de propriedade mais concentrada. Vale destacar que o Brasil é atualmente um dos países com maior prêmio de controle, como mostra a Tabela 3.1.

Tabela 3.1 – Prêmio de controle observado entre 1990 e 2000

País	Média	Mediana	Nº Obs ¹⁴
Argentina	27%	12%	5
Brasil	65%	49%	11
Chile	18%	15%	7
França	2%	1%	4
Alemanha	10%	11%	17
Itália	37%	16%	8
República Tcheca	58%	35%	6
Reino Unido	1%	0%	41
Estados Unidos	1%	2%	46

Fonte: Dyck e Zingales (2002)

Na década de 1990, a abertura de capital permitiu a entrada do capital de investidores estrangeiros, proporcionando maior negociabilidade no mercado interno e melhorando seu desempenho. “No entanto, só mesmo a partir de 2004 é que houve aumento expressivo no volume de operações de captação por meio da venda de ações.” (Rocha, 2005, p.237)

Para o autor, o fato de muitos investidores terem experiências ruins no mercado de capitais está relacionado com a idéia de que o mercado acionário é um investimento de altíssimo risco, e não uma poupança, prejudicando assim a demanda por investimentos de longo prazo. Além disso, a pesquisa citada considera dois principais motivos do subdesenvolvimento do financiamento de longo prazo. O primeiro motivo é o fato dos investidores individuais serem muito influenciados por informações recentes, o que implica em geral que são os últimos a comprarem em processo de alta, enquanto que em processo de

¹³ O prêmio de controle é a diferença entre o preço pago pelas ações do grupo de controle e o pago aos acionistas minoritários em casos de venda da companhia.

¹⁴ O número de observações refere-se ao número de vendas de companhias analisadas em cada país.

baixa acabam vendendo suas ações com prejuízo. Já o segundo motivo está relacionado com a idéia que muitos investidores individuais possuem de que a Bolsa é manipulada por um pequeno número de operadores, o que contribui para o afastamento dos mesmos do mercado.

Já a oferta das ações é prejudicada pelo alto custo de captação e pelo alto prêmio pago pelo controle, pois os acionistas controladores têm interesse em receber prêmios em situação de venda do controle da companhia, o que acaba distanciando as empresas da realização de ofertas públicas. Um outro motivo da escassez de oferta de ações é a falta de necessidade de recursos por parte das empresas. “Seja em razão da pequena ameaça competitiva, da instabilidade da economia ou do crescimento reduzido, as companhias brasileiras têm investido muito pouco nos últimos anos.” (ROCHA, 2005, p.243).

Diante de tais fatos, as empresas passam a buscar empréstimos do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do Banco Mundial e do *International Finance Corporation* (IFC) que têm sido as grandes fontes de financiamento a longo prazo das companhias brasileiras. Com isto o mercado de capitais apresenta dificuldades em se desenvolver e conseqüentemente em tornar-se fonte de capital com menor custo.

Apesar das dificuldades enfrentadas para o desenvolvimento do mercado de capitais, o período de 1997 a 2003 tem apresentado um melhor desempenho do Brasil se comparado ao período anterior. As ofertas realizadas pelo governo das ações ordinárias da Petrobrás e da Vale do Rio Doce em 2000 e 2002, respectivamente, e das ações preferenciais da Petrobrás em 2001 contribuíram para o melhor desempenho do mercado. Outros fatores que também favoreceram este bom desempenho foram os mecanismos criados para incentivar a maior participação dos investidores e a boa performance das ações ofertadas. O período de sucesso do mercado estendeu-se em 2004, ano em que 14 empresas realizaram ofertas de ações, sendo que sete delas foram Ofertas Iniciais de Ações (IPO)¹⁵. Pereira (2005) destaca que a principal novidade foi o número significativo de vendas secundárias, que são vendas de ações já existentes em nome de acionistas controladores ou minoritários, tanto na abertura de capital quanto nas ofertas posteriores de companhias já abertas. O Gráfico 3.1 evidencia o número significativo de ofertas públicas realizadas em 2004, expressando o percentual relativo de emissões primárias e secundárias.

¹⁵ As sete ofertas iniciais de ações foram realizadas por Natura, ALL, GOL, CPFL, Grendene, DASA e Porto Seguro.

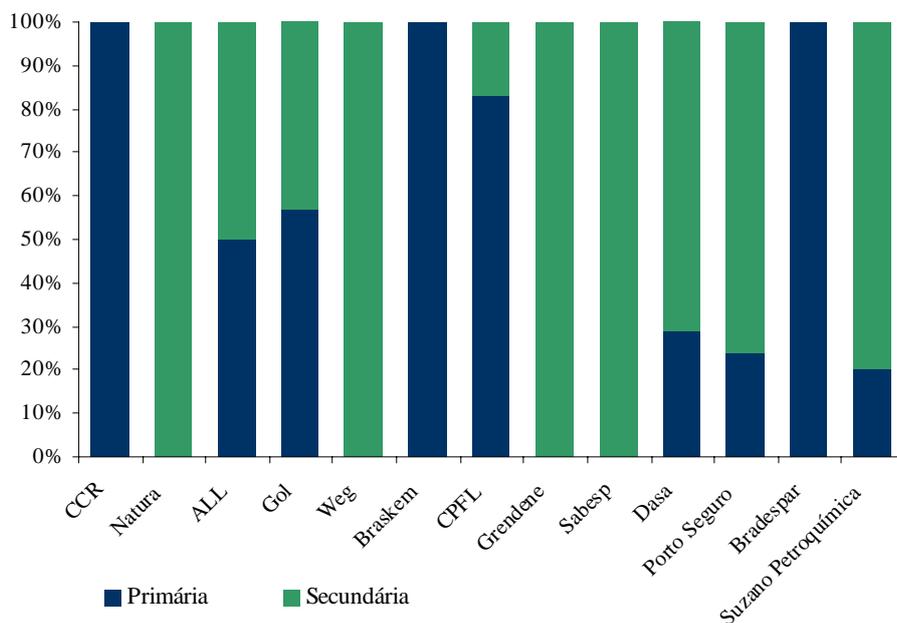


Gráfico 3.1 – Percentual relativo de emissões primárias e secundárias em 2004
 Fonte: Pereira (2005)

Além disso, o autor ainda considera muito importante o fato de que das 14 ofertas realizadas em 2004, apenas 4 delas foram realizadas em listagem conjunta na BOVESPA e na NYSE. A preocupação com a liquidez no mercado secundário foi o fator responsável pela realização das ofertas em apenas uma Bolsa, pois a dupla listagem reduz a liquidez em cada um dos segmentos e torna mais difícil a incorporação das ações ao Índice BOVESPA (IBOVESPA)¹⁶.

Apesar da presença de volatilidade causada pela instabilidade do cenário econômico externo e do cenário político interno, em 2005 o desempenho do mercado de capitais foi ainda superior ao obtido em 2004, havendo expressiva valorização em todos os índices. Além disso, houve aumento da participação dos pequenos investidores no mercado, como mostra o Gráfico 3.2.

¹⁶ A participação das ações no IBOVESPA é importante para as empresas, pois cria demanda compulsória por parte dos fundos passivos que acompanham o índice.

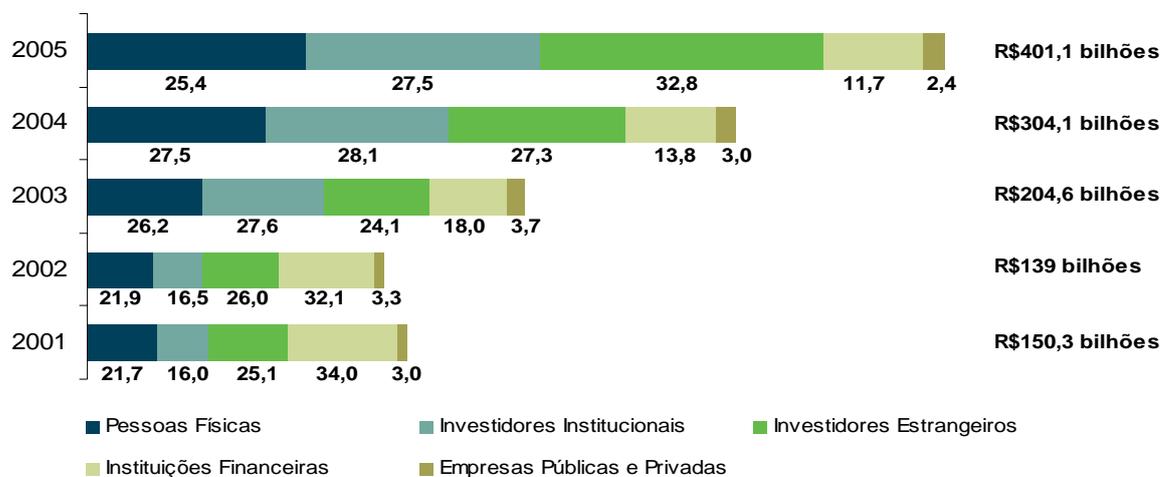


Gráfico 3.2 - Participação dos Investidores no Volume Total Negociado no Ano (%)

Fonte: BOVESPA (2006d)

Observando o Gráfico 3.2 é possível notar o aumento representativo do volume total negociado em 2005 se comparados aos anos anteriores. Outro ponto que também deve ser destacado é o crescimento da participação de pessoas físicas e de investidores estrangeiros, evidenciando a credibilidade e a confiança conquistada pelo mercado. A participação cada vez maior destes investidores incentiva as empresas a abrirem seu capital e com isto contribui ao desenvolvimento do mercado.

O desenvolvimento do mercado de capitais é fundamental para que as empresas consigam captar recursos a um menor custo e em maior quantidade e também contribui para o crescimento econômico do país. O desenvolvimento do mercado de capitais Brasileiro ganhou força no final da década de 90, período em que houve um aumento no número de negociações de ações realizadas na Bolsa e no interesse dos investidores. Apesar deste aumento no interesse dos investidores pelo mercado de capitais, muitas vezes a qualidade das ações negociadas causam o seu afastamento do mercado. No Brasil são vários os tipos de ações comercializadas, o que será discutido na próxima seção.

3.2 As Ações no Brasil

O crescimento das companhias implica na necessidade de captação de recursos de terceiros, que serão utilizados nos projetos de investimento. No Brasil, estes recursos são obtidos principalmente através do mercado de crédito. No entanto, segundo Assaf Neto (2000), o mercado de crédito mostra-se insuficiente à medida que as empresas tornam-se

muito alavancadas, pois os credores passam a exigir retornos muito maiores devido ao risco de uma alavancagem excessiva, podendo ocasionar a redução da oferta de recursos. Embora seja um motivo, existem outros que explicam a migração das empresas para o mercado de capitais, como por exemplo, o acesso a recursos com custos mais baixos, o momento de grande oferta de liquidez internacional, a presença de investidores internacionais atuando no mercado, entre outros.

Neste sentido, o mercado de ações passa a representar um papel importante na captação de recursos para atender a realização dos novos projetos das companhias. Ocorre que os proprietários aumentam o número de sócios na medida em que necessitam de capital, pois a emissão de ações implica no aumento do capital investido e no resgate em prazo indeterminado. As ações são títulos que proporcionam a participação no controle da companhia ao seu proprietário. No mercado Brasileiro elas podem ser ações ordinárias e ações preferenciais.

As ações ordinárias são aquelas que concedem o direito a voto ao seu titular. Cada ação ordinária equivale a um voto, logo o poder de decisão está nas mãos dos investidores com maior porcentagem do total de ações. Os acionistas ordinários podem exercer seu poder de voto sobre as seguintes matérias: eleição e destituição dos membros da diretoria e do conselho da companhia; decisão sobre o destino dos lucros; reforma do estatuto social; autorização de emissões de debêntures e aumentos de capital social; e votação das contas patrimoniais, entre outras.

É importante ressaltar que a concentração de ações ordinárias em posse de um número reduzido de investidores dificulta as negociações no mercado e facilita a manipulação nos movimentos de preço das ações. Por outro lado, a pulverização do controle das ações impede a manipulação do preço das ações, aumenta sua liquidez e ainda permite que um número de investidores com menor participação no total de ações defendam seus interesses.

Já as ações preferenciais, apesar de não proporcionarem o direito a voto de seus titulares, garantem preferência, ou seja, os acionistas preferenciais têm prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa. O acionista preferencial mostra um interesse muito maior pelo lucro da companhia do que pelo seu controle.

Apesar do direito a voto não ser uma característica das ações preferenciais, se durante três anos consecutivos uma companhia não realizar a distribuição dos dividendos aos acionistas preferenciais estes passam a ter o direito de voto. Além disso, algumas ações

preferenciais têm direito a voto garantido estabelecidos no estatuto da companhia em algumas matérias.

As ações ainda podem ser caracterizadas pelo seu tipo de circulação. Existem ações nominativas, nominativas endossáveis e escriturais. As ações nominativas são aquelas em que o nome do investidor é inscrito no livro de registro das ações nominativas. A transferência deste tipo de ação se dá pela averbação do nome do novo proprietário neste livro. Já as ações nominativas endossáveis são aquelas que registram apenas o nome do primeiro acionista e a transferência é realizada pelo endosso na própria cautela. As ações escriturais são mantidas em conta depósito, em nome de seus titulares, em instituição designada pela companhia. Estas ações não possuem emissão de certificados e sua transferência se dá por alterações nos livros da instituição depositária. (ASSAF NETO, 2000)

Grande parte da captação de recursos realizada pelas companhias no mercado brasileiro é feita através de emissões de ações preferenciais. A oferta em grande quantidade de ações preferenciais garante o controle das companhias em posse dos mesmos indivíduos, que em geral são famílias. Nota-se no Brasil que as ações que efetivamente garantem o controle das empresas, no caso as ações ordinárias, pertencem a um pequeno grupo de investidores. Este pequeno grupo impede que as emissões realizadas pelas empresas sejam ofertadas de forma a alterar a estrutura de controle e até mesmo de reduzir a concentração da propriedade. A estrutura de propriedade concentrada implica no conflito entre acionistas majoritários e minoritários, e muitas vezes na expropriação da riqueza dos pequenos investidores por parte dos controladores.

3.3 Estrutura de Propriedade no Brasil

O Brasil é caracterizado por uma estrutura de propriedade altamente concentrada. Em geral, as empresas brasileiras possuem controle familiar ou poucos investidores no controle. Esta concentração de propriedade pode ser evidenciada através da pesquisa realizada pela McKinsey e Korn/Ferry em 2001, que traçou o panorama da governança corporativa no Brasil¹⁷. Segundo este estudo, a propriedade é extremamente concentrada nos maiores acionistas. Em média, 61% das ações ordinárias pertencem ao maior acionista, enquanto os três maiores acionistas detêm 85% destas ações. Diante da concentração de propriedade, os investidores minoritários não possuem garantia de defesa de seus interesses e não têm força para alterar decisões nas empresas, o que muitas vezes acaba os prejudicando.

¹⁷ A Korn/Ferry International é uma empresa provedora de soluções de capital humano executivo, ou seja, é uma empresa de recrutamento executivo.

Com a propriedade concentrada em posse de poucos acionistas, torna-se evidente o descaso aos direitos dos acionistas minoritários. Em geral, ao tomarem as decisões, os conselhos buscam defender os interesses dos majoritários, que os elegeram. Os majoritários por sua vez impedem a pulverização do controle, pois pretendem ganhar prêmios adicionais em caso de venda do controle das companhias. Além disso, é comum a divulgação de informações somente aos majoritários, sendo que estas informações poderiam beneficiar os minoritários. Outra prática também comum é a sobreposição entre propriedade e conselho, que ocorre através da concentração de propriedade em poucos investidores. Muitas vezes os maiores acionistas tornam-se também conselheiros das empresas, implicando, desta forma, em conselheiros titulares de ações ordinárias. Com isto, eles passam a defender os próprios interesses deixando os demais investidores desassistidos.

Apesar da concentração de propriedade facilitar o monitoramento dos gestores de forma a evitar que eles expropiem a riqueza dos acionistas, os interesses dos acionistas minoritários acabam ficando em segundo plano, pois busca-se sempre defender os interesses e garantir os direitos dos majoritários. Este é um dos principais problemas enfrentados pelas empresas brasileiras, pois é um dos fatores que inibe a participação dos pequenos investidores no mercado de capitais e que pode dificultar e elevar o custo da captação de recursos. Além disso, os pequenos investidores também são prejudicados pela falta de transparência da divulgação de informações e por conselhos compostos por indivíduos desqualificados para o cargo. A governança corporativa busca solucionar estes problemas proporcionando um ambiente de negócios com maior credibilidade e segurança. Assim, faz-se necessário um melhor entendimento sobre a estrutura de governança existente no Brasil.

3.4 A Governança Corporativa no Brasil¹⁸

A estrutura de governança corporativa presente no Brasil se desenvolveu principalmente na década de 90, tendo como objetivo principal solucionar o conflito de agência, que ocorre entre acionistas majoritários e minoritários. Segundo Silveira (2002), a causa deste conflito é a forte concentração de propriedade aliada à baixa proteção dos acionistas minoritários. A estrutura de propriedade presente no país favorece a expropriação da riqueza dos acionistas minoritários tanto pelos gestores quanto pelos grandes investidores.

A pesquisa realizada em 2001, pela McKinsey e Korn/Ferry apresenta um perfil da governança corporativa no país. O modelo presente atualmente no Brasil foi determinado

¹⁸ Este item foi elaborado tendo como referência a pesquisa Panorama da Governança Corporativa no Brasil, realizada pelas empresas McKinsey e Korn/Ferry em 2001.

pelas empresas que se tornaram bem sucedidas. As principais características deste modelo são:

- Forte concentração de propriedade em poucos acionistas majoritários;
- Sobreposição entre propriedade e liderança executiva;
- Acionistas minoritários pouco ativos;
- Estruturas e procedimentos de governança geralmente informais;
- Presença de profissionais não capacitados.

Segundo Mônico (2000), em média, 88% das ações com direito a voto pertencem aos acionistas majoritários. Para Leal e Valadares (2002), o maior acionista possui 58% das ações ordinárias, em média, e os três maiores possuem 78% destas ações, evidenciando a concentração de propriedade em poucos acionistas.

Silveira (2002) destaca uma outra característica do modelo presente nas companhias brasileiras, o alto índice de emissão de ações preferenciais, ou seja, sem direito a voto. Leal e Valadares (2002) argumentam que a emissão deste tipo de ações permite que os controladores mantenham o controle com uma menor participação no capital da empresa, que por sua vez aumenta o incentivo para expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

A sobreposição entre a propriedade e liderança executiva torna os acionistas minoritários pouco ativos, pois os membros do conselho representam os majoritários. Além disso, existem casos em que o conselho não possui responsabilidade efetiva, permitindo que os próprios acionistas tomem as decisões tanto de estratégia quanto de operações do negócio.

Em geral, não existe padrão para o conselho das companhias brasileiras e não há subcomitês para o aprofundamento de assuntos importantes para o conselho. Para McKinsey e Korn/Ferry (2001), este é um indicador de que ainda existem poucas estruturas formais para facilitar o funcionamento e a tomada de decisões do conselho de administração. Além disso, os conselheiros vão às reuniões sem preparo, ou seja, sem analisar os relatórios e projetos que serão votados, e muitas vezes a utilização de conselheiros externos é uma prática pouco comum.

Quanto à transparência e comunicação com o mercado financeiro e investidores, a maioria dos conselheiros acredita que as práticas presentes são satisfatórias. No entanto, os pequenos investidores não estão satisfeitos com a quantidade e qualidade de informações divulgadas, e muitas vezes deixam de investir devido a tal fato. (MCKINSEY e KORN/FERRY, 2001)

Um aspecto importante levantado pela pesquisa é a relação entre governança corporativa e criação de valor, embora tal relação não seja demonstrada de forma explícita. Grande parte dos conselheiros acredita que as práticas de governança das companhias podem criar valor. A pesquisa ainda destaca que a percepção do vínculo entre governança corporativa e criação de valor muda conforme a estrutura de propriedade das companhias. No caso das empresas com o controle compartilhado entre poucos acionistas, por exemplo, apenas 24% dos conselheiros acreditam nesta relação.

Uma outra pesquisa que entrevistou 200 investidores institucionais, realizada pela McKinsey em 2002, constatou que os investidores estão dispostos a pagar, em média, um prêmio de 24% em ações de companhias com boas práticas de governança corporativa no Brasil.

As características mencionadas acima estão presentes em grande parte das companhias brasileiras, mas McKinsey e Korn/Ferry (2001) apontam para uma mudança em direção a um modelo emergente, que é caracterizado principalmente pela profissionalização das práticas de governança corporativa. Neste modelo, as principais mudanças seriam observadas principalmente através da estrutura formal, decisões eficientes e conselheiros com boa capacitação e profissionalismo. No entanto, os acionistas majoritários e os conselheiros muitas vezes se opõem a este processo de transição. Enquanto os grandes acionistas estão se conscientizando da importância desta mudança, os conselheiros, que já conhecem esta importância, apontam a falta de exemplos de sucesso de outras empresas como principal barreira a esta mudança.

Após realizarem as mudanças que caracterizam o modelo emergente, a tendência é que as companhias adotem práticas ainda mais rígidas de governança, caracterizando, desta forma, um novo padrão, que é o modelo de mercado. Este modelo é caracterizado pela dispersão do controle acionário, consideração sistemática dos interesses dos pequenos investidores e por acionistas minoritários mais ativos. As mudanças do modelo atual para o modelo emergente e, conseqüentemente, para o modelo de mercado, mencionadas acima, podem ser resumidas na Figura 3.1.

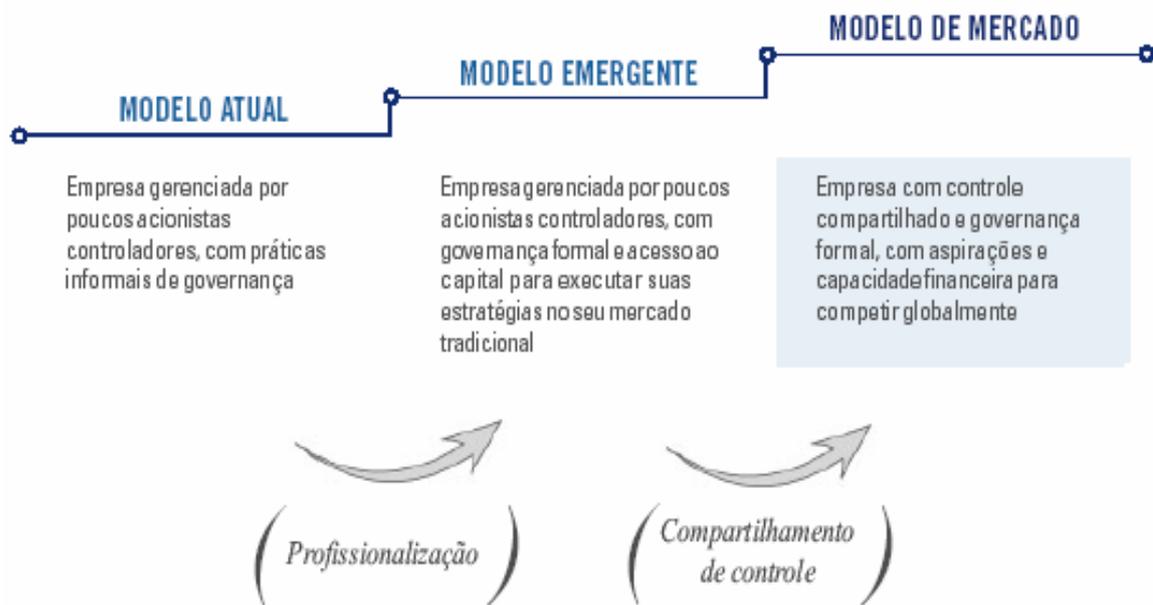


Figura 3.1 – Mudança entre os modelos atual, emergente e de mercado

Fonte: McKinsey e Korn/Ferry (2001)

A necessidade das empresas de captar recursos a baixo custo é que tem motivado as companhias a abrirem seu capital. No entanto, a simples abertura de capital não garante que as empresas obterão sucesso ao ofertar suas ações, pois os investidores estão cada vez mais exigentes no que diz respeito a proteção e garantia de seus direitos. Fica evidente que as práticas de governança corporativa, adotadas pelas companhias, podem ser atrativas para os investidores. Neste sentido iniciativas governamentais e institucionais buscam estimular a adoção destas práticas nas companhias. Silveira (2002) destaca a importância destas medidas

[...] o conjunto de medidas governamentais e institucionais pode contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando um círculo virtuoso no qual a crescente proteção aos investidores os deixe mais seguros de que irão usufruir do retorno das companhias na mesma proporção dos controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e, conseqüentemente, diminuindo o custo de capital das empresas, permitindo então que as companhias utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização. (p. 40)

O círculo virtuoso mencionado pelo autor pode ser observado na Figura 3.2

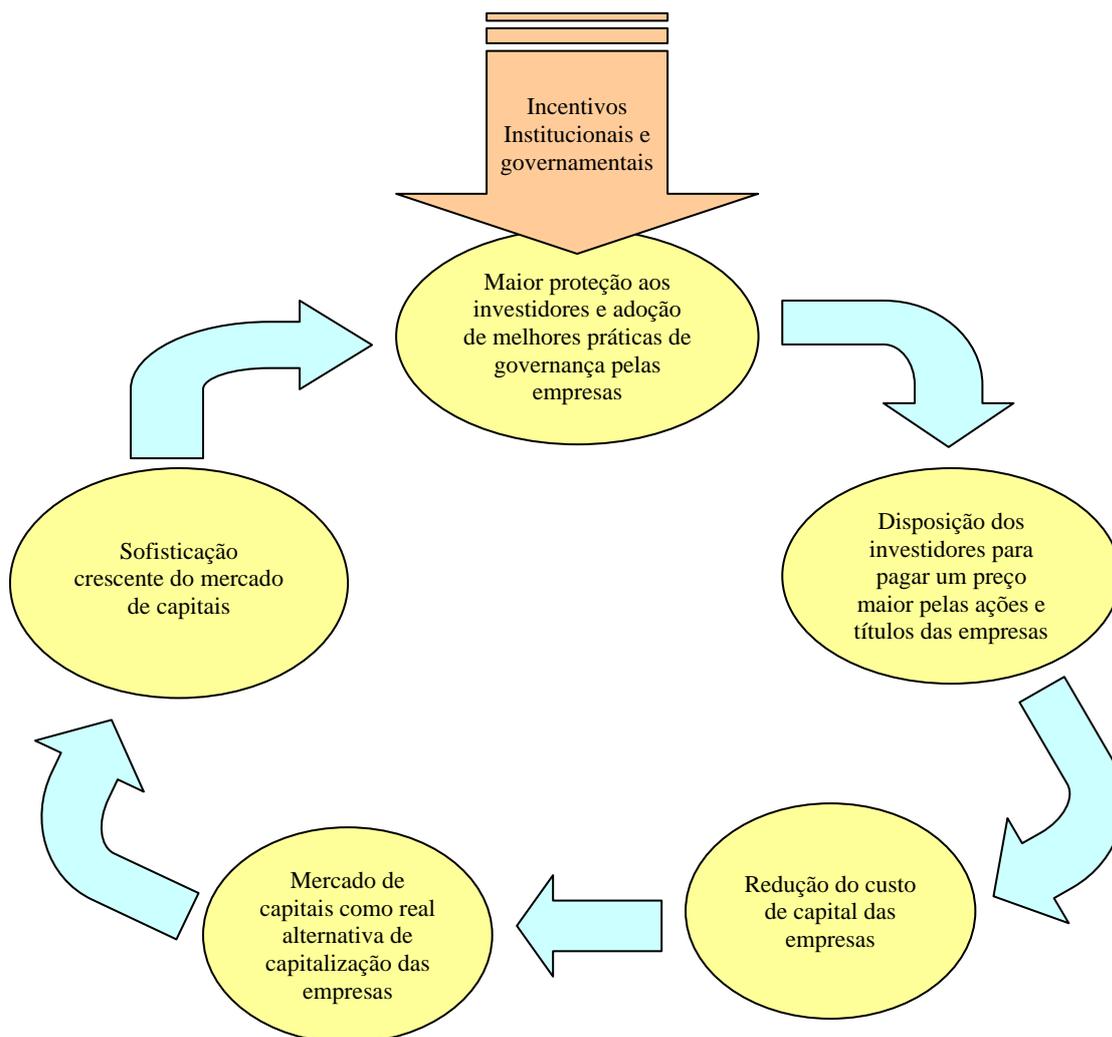


Figura 3.2 – Círculo virtuoso para a governança corporativa no Brasil

Fonte: Silveira (2002)

Como pode ser observado na Figura 3.2, as iniciativas promovidas por governos e instituições que estimulam as companhias a garantir proteção dos direitos dos investidores e a adotar melhores práticas de governança corporativa podem tornar os investidores dispostos a pagarem mais por ações destas empresas. Implicando, desta forma, na redução dos custos de capital das empresas. Com a redução do custo de capital para as empresas o mercado de capitais torna-se uma alternativa interessante na captação de recursos, o que por sua vez atrai mais empresas a abrirem seu capital estimulando o desenvolvimento do mercado.

As iniciativas, institucionais e governamentais, procuram estimular as empresas tanto a abrirem seu capital quanto a praticarem a boa governança corporativa, atraindo mais investidores, principalmente os pequenos. No Brasil, as principais medidas governamentais e institucionais, baseadas na boa governança corporativa, para promover o mercado de capitais são os incentivos oferecidos pelo BNDES, pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pela nova lei das SAs, pelas práticas sugeridas pela Comissão de

Valores Mobiliários (CVM) e pelos incentivos criados pela BOVESPA, que serão discutidos a seguir. Enquanto o BNDES oferece linhas de crédito preferenciais para empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, o IBGC possui um conjunto de normas de boas práticas de governança corporativa para estimular a adoção destas práticas nas companhias. Já a nova lei das SAs proporciona alguns benefícios que não eram estabelecidos pela lei anterior, enquanto a BOVESPA criou segmentos para empresas que adotem práticas adicionais às exigidas por lei. Cada uma destas iniciativas será discutida nos próximos subtópicos.

3.4.1 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), órgão vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, foi criado pela lei 1.628 de 1952 e foi enquadrado como uma empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, pela Lei nº 5.662 de 1971. O objetivo do BNDES é proporcionar o desenvolvimento do país apoiando e incentivando projetos e empreendimentos que conduzam o crescimento nacional. O Banco atua no fornecimento de financiamento aos grandes empreendimentos industriais e de infra-estrutura do país, destacando o forte apoio aos investimentos na agricultura, no comércio e nas micros, pequenas e médias empresas. Além de fornecer financiamentos de longo prazo a custos competitivos, o Banco contribui para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e desenvolvimento do mercado de capitais.

Neste sentido, o Banco pode atuar como subscritor de valores mobiliários em empresas de capital aberto ou em empresas que, no médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais, incluídas as operações de internacionalização, de reestruturação de empresas, fusões e incorporações. Os principais objetivos de sua atuação no mercado de capitais são os seguintes:

- Fortalecer o mercado de capitais através de operações no novo mercado;
 - difundir o conceito e incentivar o uso de governança corporativa pelas empresas;
 - ampliar a demanda e a liquidez em valores mobiliários;
 - contribuir para a democratização e o fortalecimento da estrutura de capital das empresas;
- Desenvolver produtos que tornem o mercado de capitais mais atrativo e seguro para o pequeno investidor;

- Apoiar as pequenas e médias empresas inovadoras. (BNDES, 2006)

O BNDES também busca o desenvolvimento do mercado de capitais a partir de programas voltados para empresas com governança corporativa. Para participação nestes programas, a adoção de boas práticas de governança corporativa são requisitos preferenciais para a concessão de crédito. (SILVEIRA, 2002)

É possível notar a preocupação que o banco tem em motivar o acesso dos pequenos investidores ao mercado de capitais. Ao incentivar o uso da governança corporativa, o BNDES busca proporcionar um ambiente com mais credibilidade e que inspire a confiança nos investidores, proporcionando assim um aumento de investidores interessados no mercado de capitais, o que por sua vez implica no desenvolvimento deste mercado.

3.4.2 IBGC

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi criado em 1995, em princípio com o nome Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração e só rebatizado com o nome atual em 1999. O Instituto, que foi o primeiro órgão voltado a governança corporativa no país, é uma entidade independente sem fins lucrativos e voltado para a discussão, desenvolvimento e disseminação do tema no Brasil. O IBGC é responsável pelo oferecimento de cursos de capacitação e também pela promoção de palestras com especialistas em governança corporativa. É considerado, tanto nacionalmente quanto internacionalmente, o responsável pela introdução do tema no Brasil, bem como pelo reconhecimento por parte das empresas da importância de boas práticas de governança e pelo crescente interesse das empresas em se fortalecerem baseados nestas práticas.

Em 1995, época da criação do Instituto, a expressão governança corporativa não circulava nas empresas do Brasil, nem na mídia. A idéia dos fundadores a princípio era de transformar os conselhos que existiam apenas na aparência em conselhos que produzissem resultados efetivos. Atualmente o IBGC não se preocupa só com o conselho das empresas e considera que seus objetivos são:

- Apresentar-se como um importante centro de debates sobre assuntos relativos à governança corporativa;
- Formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros;
- Estimular a capacitação profissional de acionistas, sócios quotistas, diretores, administradores, auditores, membros de conselhos de administração, fiscal, consultivo

e outros, de forma que os mesmos aprimorem as práticas de governança corporativa de suas empresas;

- Treinar e orientar as atividades de conselhos de administração, fiscal, consultivo e outros de empresas e instituições que pretendam implantar sistemas de excelência em governança corporativa;
- Divulgar e debater idéias e conceitos de governança corporativa, acompanhando e participando, com independência, de instituições que tenham propósitos afins, em âmbito nacional e internacional;
- Promover pesquisas sobre a governança corporativa;
- Contribuir para que as empresas adotem transparência, prestação de contas (*accountability*) e equidade como diretrizes fundamentais ao seu sucesso e continuidade. (IBGC, 2006a)

O Instituto é responsável pela criação do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, que teve sua primeira edição lançada em 1999. Em 2004, foi lançada a terceira edição do código, uma versão revisada, ampliada e atualizada.

3.4.2.1 Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa

A primeira versão do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa foi elaborada baseada em discussões e reflexões sobre a Lei das Sociedades Anônimas e concentrava-se principalmente em questões que se relacionavam com os conselhos. Fica evidente a existência de lacunas em relação a outros aspectos, como por exemplo, a proteção aos acionistas minoritários, a transparência na prestação de contas, etc. O próprio Instituto reconhece estas falhas e por isso revisou e lançou duas versões posteriores deste código, uma em 2001 e a outra em 2004.

A terceira edição do código está dividida em seis capítulos: Propriedade (Sócios); Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; e Conduta e Conflito de Interesses. Segundo o Instituto, o objetivo do código é indicar caminhos para todos os tipos de sociedade buscando:

- Aumentar o valor da sociedade;
- Melhorar seu desempenho;
- Facilitar seu acesso a capital a custos mais baixos;
- Contribuir para sua perenidade. (IBGC, 2004)

Além disso, o código possui quatro princípios básicos, que são:

- Transparência – as empresas devem divulgar de forma espontânea não só informações relacionadas com o desempenho financeiro, mas também outros fatores que podem direcionar as decisões empresariais e conduzir a criação de valor.
- Equidade – tratamento justo e igualitário a todas as partes envolvidas, como acionistas, clientes, colaboradores, etc.
- Prestação de Contas (*accountability*) – prestação de contas dos agentes a quem os elegeu e responsabilização pelos atos durante o exercício e seus mandatos.
- Responsabilidade Corporativa – é importante a incorporação de aspectos de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. A responsabilidade corporativa contempla os relacionamentos com a comunidade em que atua. (IBGC, 2004)

3.4.3 Leis das SAs

A reforma das Sociedades Anônimas nº 6.404 de 1976, lei 10.303/01, que foi aprovado em 31 de outubro de 2001, com vigência a partir de março de 2002, pode ser considerada um grande avanço para a governança corporativa no Brasil. No entanto, muitos aspectos que estavam no projeto inicial da lei foram alterados ou mesmo deixados de lado. Mesmo assim a aprovação desta lei proporcionou aspectos positivos no que diz respeito aos direitos dos acionistas minoritários.

O processo de tramitação da lei no Congresso Nacional foi longo e polêmico, mas mesmo assim foi considerado um benefício por muitos autores, pois elevou o nível dos debates e o grau de conscientização dos setores envolvidos. Gorga (2004) aponta o *lobby* realizado por grupos interessados em manter o *status quo* como responsável pelo veto ou alteração de muitas matérias que beneficiariam ainda mais os minoritários e promoveriam o desenvolvimento da boa governança corporativa no país. A autora considera que os acionistas majoritários, interessados em manter os excessivos prêmios de controle pagos em caso de venda ou troca de controle da companhia, foram os responsáveis pela permanência de artigos que não protegem os minoritários.

Entre as principais propostas que ficaram de fora na reforma da lei estão:

- A proibição de emissão de ações preferenciais;
- Criação de conselho permanente nas companhias;

- *Tag along*¹⁹;
- Possibilidades dos minoritários terem maioria no conselho fiscal.

Apesar de propostas como as mencionada acima terem ficado de fora da reforma, algumas mudanças foram significativas para o Brasil, pois havia necessidade do fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais, surgindo assim a necessidade de adequação da legislação. As mudanças que mais se tornaram representativas dizem respeito as seguintes matérias: limite de emissão de ações preferenciais, direito a dividendos, representação de acionistas minoritários no conselho de administração, e direitos na alienação de controle.

O limite de ações preferenciais permitido passou a ser de 50% do total de ações da emissão com a reforma da lei das SAs. A lei de 1976 permitia que até 70% das ações emitidas fossem preferenciais. Apesar do progresso, a proteção dos acionistas pelo direito ao voto não está garantida.

Quanto ao direito aos dividendos, os acionistas preferenciais tinham garantido pela lei de 1976 que os dividendos recebidos seriam no mínimo 10% maior que aqueles oferecidos às ações ordinárias. A reforma de 2001 garante uma das seguintes vantagens aos preferencialistas:

- Opção 1: garantia de dividendos no mínimo 10% superiores aos das ações ordinárias;
- Opção 2: garantia de uma parcela no dividendo a ser distribuído de no mínimo 25% do lucro líquido do exercício;
- Opção 3: garantia de oferta de compra das ações preferenciais por no mínimo 80% do valor oferecido aos acionistas majoritários. (BRASIL, 2001)

Fica a cargo das companhias escolherem qual destas opções beneficiará os acionistas preferenciais. Gorga (2004) destaca que a distribuição de dividendos da forma como estabelecida pela nova lei das SAs pode não ser tão lucrativa aos acionistas preferenciais. Argumenta-se que as empresas podem escolher entre a opção 1 e 2 de forma a pagar o menor dividendo. Apesar da opção 3 ser considerada como uma boa vantagem aos acionistas preferenciais, a garantia de oferta de compra das ações preferenciais por no mínimo 80% do valor oferecido aos acionistas majoritários não é adotada na maioria das vezes.

A lei das SAs 6.404/76 estabelece que os acionistas detentores de 15% das ações ordinárias e os detentores de pelo menos 10% das ações preferenciais têm direito de eleger um membro do conselho de administração. Esta medida evidencia o avanço proporcionado pela

¹⁹ O *tag along* é o direito garantido, concedido aos acionistas minoritários, de oferta de compra de suas ações pelo preço pago aos acionistas controladores.

lei das SAs, pois possibilita que os minoritários tenham acesso a informações sobre a gestão da companhia e também garante a existência de diretores independentes no grupo de tomada de decisões. Apesar do progresso, um parágrafo existente na lei das SAs 10.303/01 enfraquece tal avanço ao possibilitar que os representantes eleitos pelos minoritários sejam anulados através do aumento do número de representantes do controlador, o que garante que a maioria do conselho seja sempre representante dos acionistas controladores. Isto ocorre porque o parágrafo 7º do artigo 141 garante que os controladores tenham sempre o número de representantes eleitos pelos minoritários, mais um. Além disso, a garantia de representatividade da minoria no conselho é enfraquecida pela exigência de que só acionistas com titularidade ininterrupta por pelo menos três meses antes da eleição poderão votar. (GORGA, 2004)

Na lei das SAs de 2001 houve um retrocesso na garantia dos direitos dos minoritários ao aprovar o *tag along* de 80% e não de 100%, como estava previsto na lei de 1976. Isto é, a nova lei garante apenas 80% do preço pagos aos acionistas controladores para os acionistas minoritários, em caso de venda da companhia. Apesar do *tag along* de 100% proporcionar garantia de igualdade entre todos os acionistas, muitos estudiosos questionam a vantagem de sua utilização. No entanto, no Brasil, a não obrigatoriedade de *tag along* implica em prêmios elevados pagos pelas ações dos controladores, o que por sua vez implica na expropriação da riqueza dos minoritários, mostrando assim a importância do *tag along* de 100%.

Mesmo com algumas falhas é possível notar progressos proporcionados pela reforma da lei das SAs. A tentativa de estabelecer equidade entre os acionistas e a proteção dos minoritários, apesar de não ser o ideal, garante avanços ao estimular o maior interesse dos pequenos investidores no mercado de capitais, pois estes percebem que têm direitos garantidos por lei, o que consideram de importância fundamental.

3.4.4 Comissão de Valores Mobiliários - CVM

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal criada pela lei 6.385/76, com o objetivo de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas. Nos últimos anos a CVM também passou a se preocupar com a questão da governança corporativa no Brasil e tem tentado incentivar as companhias a adotarem práticas que garantam os direitos dos investidores e a transparência na prestação de contas.

Entre as atividades que são de responsabilidade da CVM estão: o registro de companhias abertas; registro de distribuições de valores mobiliários; credenciamento de

auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários; organização, funcionamento e operações das bolsas de valores; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; administração de carteiras de valores e a custódia de valores mobiliários; suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores. Os objetivos da CVM são:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas. (CVM, 2006)

Neste sentido, para garantir a proteção dos investidores tanto no que diz respeito às emissões irregulares quanto aos atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias a CVM lançou em 2002 as “Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa”. Como estas práticas recomendadas pela CVM implicam em padrões superiores aos exigidos por lei e pela regulamentação da própria CVM não há punição em caso de não adequação das empresas a tais práticas.

Para a CVM, o objetivo da publicação de tais recomendações é promover o desenvolvimento do mercado de capitais, ajudar as empresas a conseguirem fontes de financiamento a um menor custo e orientar questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A CVM ainda sugere que as empresas devem ir além das recomendações publicadas, buscando sempre a atualização das boas práticas de governança.

As Recomendações sobre Governança Corporativa são apresentadas em quatro capítulos. No primeiro capítulo as recomendações dizem respeito aos procedimentos que o conselho deve seguir buscando a transparência e efetividade das reuniões, garantindo boa relação com os acionistas. Já o segundo capítulo indica qual a função do conselho de administração, como deve ser composto, quanto tempo deve ser o período do mandato e qual a importância da criação de comitês para analisar algumas questões em profundidade. Além disso, neste capítulo a CVM recomenda que os acionistas preferenciais tenham representantes no conselho e que os cargos de presidente do conselho de administração e presidente da diretoria sejam ocupados por pessoas distintas. O capítulo três é voltado às recomendações que buscam proporcionar igualdade entre todos os acionistas e garantir a proteção de seus direitos. Entre elas estão a garantia de voto para todas as ações; direito a *tag along* de 100%; direito a voto das ações preferenciais no caso de não pagamento de dividendos; e arbitragem para a resolução de conflitos societários. No capítulo quatro as recomendações estão relacionadas com a transparência das demonstrações financeiras, composição e funcionamento do conselho fiscal e adequação dos padrões contábeis a normas internacionais.

Uma outra recomendação apresentada por esta publicação diz respeito ao limite de ações preferenciais que podem ser emitidas segundo a nova lei das SAs 10.303/01. Enquanto a lei permite que empresas de capital aberto limitem a existência de ações preferenciais a 70% do total de ações, a CVM recomenda que estas empresas parem de emitir as ações preferenciais caso já adotem este limite de 70%. Nos casos em que a companhia não chegou neste limite é recomendado que não ultrapasse 50%, assim como é exigido por lei para as empresas que venham a abrir seu capital.

Além disso, a CVM adotará em breve um procedimento comum em outros países. Ela passará a exigir que as empresas ao divulgarem suas informações anuais também divulguem o nível de adesão às práticas aqui recomendadas, na forma “pratique ou explique”, isto é, a companhia deverá explicar suas razões por não adotar uma determinada recomendação. Este mecanismo permite que os investidores possam distinguir de forma mais clara as empresas com boa governança daquelas que não adotam práticas de governança corporativa, pois proporciona aos investidores os motivos da não adequação a algumas práticas.

Fica evidente com a publicação destas recomendações a preocupação da CVM em promover a consolidação das práticas de governança adotadas pelas companhias brasileiras de forma a garantir a igualdade entre os acionistas, proteger os minoritários e proporcionar transparências nas informações divulgadas aos investidores.

3.4.5 BOVESPA

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) foi fundada em 1890 e era uma entidade oficial corporativa vinculada à secretaria de finanças do governo estadual e composta por corretores nomeados pelo poder público. Com as reformas do sistema financeiro e do mercado de capitais realizadas em 1965 e 1966, a Bolsa passou a ser uma associação civil sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Além disso, a figura do corretor foi substituída pelas sociedades corretoras.

Atualmente a bolsa é uma entidade auto-reguladora que opera sob a supervisão da CVM e que busca constantemente a adequação e inovação tecnológica visando sempre melhorias nos processos de operações e negociações realizadas. Tem sido uma preocupação constante da BOVESPA proporcionar atratividade aos investidores e um ambiente favorável e seguro a captação de recursos a menores custos. Neste sentido, a BOVESPA considera de grande importância o fornecimento de incentivos para promover o desenvolvimento do mercado de capitais.

O fraco desempenho do mercado de capitais durante a década de 1990 e início da década de 2000 dificultava a captação de recursos a baixo custo, o que em parte pode ser atribuído à qualidade das ações que estavam sendo ofertadas aos investidores. A falta de transparência, de equidade no tratamento dos acionistas e de proteção ao direito dos investidores eram problemas que precisavam ser sanados. A BOVESPA viu na governança corporativa a saída para proporcionar o desenvolvimento do mercado.

Com base nos problemas existentes que causavam a estagnação do mercado e na governança corporativa como solução, a BOVESPA criou em 2000 os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado. O objetivo era fazer com que os investidores reconhecessem a qualidade das ações das empresas que adotassem as práticas exigidas pelos novos segmentos, que dizem respeito à boa governança corporativa, e desta forma fossem atraídos a participarem do mercado. A partir deste reconhecimento os investidores que buscam qualidade estariam dispostos a pagar um prêmio por estas ações, resultando assim numa valorização. A conclusão da BOVESPA é que empresas que não garantissem os direitos e proteção dos minoritários e informações de qualidade estariam afastando os investidores.

A idéia base destes segmentos é que ao proporcionar maior direito aos acionistas e maior qualidade das informações prestadas há uma redução das incertezas e conseqüentemente do risco. Com risco menor as ações passam a ser mais negociadas, devido aos investidores, de uma forma geral, procurarem minimizar o risco associado aos papéis em

que investem, em relação a um mesmo retorno. Diante do maior interesse dos investidores, as companhias que já possuem capital aberto são incentivadas a realizarem novas emissões e as demais empresas são motivadas a abrirem seu capital, fortalecendo o mercado de capitais como um todo.

Segundo o IBGC (2006b), a solução encontrada pela BOVESPA realmente têm funcionado na prática, pois empresas que antes não recebiam o merecido reconhecimento dos investidores por suas práticas de governança têm atualmente obtido tal reconhecimento. Além disso, houve um aumento do número de investidores na qualidade de pessoas físicas. Nestes segmentos o volume financeiro negociado diariamente por pessoas físicas é 30% do volume total negociado. Outro dado importante é que o conjunto de empresas que aderiram a estes segmentos representa mais de 40% do movimento das companhias listadas. (IBGC, 2006b)

Segundo a BOVESPA, a listagem de uma empresa em um destes segmentos além de proporcionar benefícios aos investidores também beneficia a própria companhia. Os investidores podem acompanhar e fiscalizar o desempenho das empresas com mais facilidade, ter seus direitos mais protegidos e obter menor risco. Já as empresas conseguem melhorar sua imagem institucional, valorizar suas ações, reduzir os custos de captação de recursos e aumentar a demanda por suas ações ao aderir a um destes segmentos. Com isto, o mercado passa a ter maior liquidez e maior número de emissões e também consegue canalizar a poupança na capitalização das empresas. Os benefícios proporcionados à investidores, companhias e mercado acionário contribuem para que as empresas brasileiras sejam mais fortes e a economia seja mais dinâmica. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o Novo Mercado, as principais exigências de cada um destes segmentos e suas implicações para os investidores são aspectos importantes que devem ser analisados.

3.4.5.1 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2²⁰

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que são compostos pelo Nível 1 e Nível 2, foram implantados pela BOVESPA em 2000. As empresas que desejam participar de um dos segmentos assinam um contrato com a BOVESPA, em que as partes se comprometem a cumprir o regulamento do nível de governança corporativa que a empresa está aderindo.

O regulamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa diz respeito a compromissos de governança corporativa que as empresas devem cumprir para participarem destes segmentos. Enquanto as regras do Nível 1 dizem respeito, principalmente, a dispersão

²⁰ Este item foi produzido através de publicações disponíveis no *site* da BOVESPA.

acionária e a melhoria na prestação de informações ao mercado, as regras do Nível 2 estão mais relacionadas a um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa, que incluem exigências que proporcionam maior igualdade a todos os acionistas. As principais regras de cada um dos segmentos estão apresentadas no Quadro 3.1.

Nível 1	<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; • Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; • Melhoria nas informações prestadas trimestralmente entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; • Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; • Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i>; • Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos. • Em caso de deslistagem, as empresas devem aprovar a decisão em assembléia geral e comunicar a Bolsa com 30 dias de antecedência.
Nível 2	<ul style="list-style-type: none"> • Todas as regras do Nível 1; • Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho Administrativo; • Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS; • <i>Tag along</i>; • Possibilidade de voto às ações preferenciais em algumas matérias; • Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2; • Adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários. • Em caso de deslistagem, a empresa deve realizar, em 90 dias, uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, pelo valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada²¹.

Quadro 3.1 – Principais exigências para listagem no Nível 1 e Nível 2

Fonte: Quadro elaborado a partir de informações contidas no site da BOVESPA

As exigências do Nível 1 procuram trazer benefícios diretos aos investidores. A manutenção em circulação de uma parcela de ações representando 25% do capital favorece a maior negociabilidade dos papéis no mercado secundário, o que aumenta sua liquidez. A realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital evita que um pequeno grupo de controladores seja capaz de influenciar, de forma significativa, o preço das ações, o que acaba protegendo os pequenos investidores de possíveis prejuízos. A melhoria nas informações prestadas trimestralmente permite que os investidores consigam acompanhar com maior facilidade o desempenho da companhia. O cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da

²¹ A escolha da empresa que determinará o valor econômico da companhia deverá ser selecionada, em assembléia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo conselho de administração. A escolha se dá por maioria absoluta dos votos das ações em circulação, isto é, sem os votos do controlador.

companhia por parte de acionistas controladores e administradores impede que os acionistas minoritários sejam prejudicados pelas informações privilegiadas que muitas vezes os controladores e administradores possuem. Esta é uma regra que visa a transparência dos negócios realizados pelos administradores e controladores, com o objetivo de reduzir a assimetria de informação.

Além de todas as exigências do Nível 1, algumas regras adicionais são impostas às empresas que visam o Nível 2, tentando proteger de forma mais ampla os minoritários. A disponibilização de balanços anuais seguindo as normas US GAAP ou IAS facilitam não só a análise feita pelo investidor nacional e internacional, que têm a chance de comparar o desempenho da empresa com companhias internacionais do mesmo setor, como também proporciona maior exposição das companhias frente aos investidores²². O *tag along*, que é a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais, favorece principalmente o pequeno investidor, que tem garantido a chance de vender suas ações por um preço justo. A possibilidade de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como incorporação, fusão, transformação e cisão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia, permite que os investidores tenham direito de defender seus interesses. A obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico (determinado por empresa especializada), nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2, permite que o investidor não fique com a posse de papéis que poderão perder a liquidez e valor²³. A adesão à câmara de arbitragem além de permitir aos investidores maior agilidade na resolução de conflitos também proporciona um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, proporcionando assim decisões mais justas. Em caso de saída do segmento, a empresa deve realizar, em 90 dias, uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, que é um mecanismo de compensação para o investidor, pois a empresa está deixando de realizar uma série de procedimentos acordados no contrato de adesão e que favoreciam os investidores.

²² US GAAP: United States Generally Accepted Accounting Principles; IAS: International Accounting Standards

²³ A empresa especializada que calculará o valor econômico da companhia é determinada em assembléia geral a partir de uma lista tríplice indicada pelo conselho de administração. A escolha é feita através da maioria absoluta de votos das ações em circulação.

É importante destacar que os níveis Diferenciados de Governança Corporativa são níveis intermediários entre a listagem tradicional e o Novo Mercado. O Novo Mercado, assim como o Nível 1 e 2, exige o cumprimento de uma série de regras para a listagem das companhias, porém estas exigências são um conjunto ainda mais amplo de que o estabelecido pelo Nível 2 no que diz respeito a governança corporativa e proteção dos direitos dos investidores, principalmente dos pequenos investidores.

3.4.5.2 Novo Mercado²⁴

Assim como os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, o Novo Mercado também foi implantado em 2000 pela BOVESPA. Segundo a própria BOVESPA, a premissa básica do Novo Mercado é que a governança corporativa valoriza as ações ao fornecerem garantia dos direitos dos acionistas, transparência na prestação de contas e equidade no tratamento entre os investidores.

A entrada de uma empresa neste segmento, assim como nos segmentos intermediários, Nível 1 e Nível 2, é realizada de forma voluntária, por meio de um contrato entre a companhia e a BOVESPA, estabelecendo o cumprimento das exigências, por ambas as partes. As principais exigências do Novo Mercado podem ser observadas no Quadro 3.2.

Novo Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Todas as exigências do Nível 2 (exceto aquelas referentes a ações preferenciais); • Proibição de emissão de ações preferenciais; • <i>Lock up period</i>.
---------------------	---

Quadro 3.2 – Principais exigências para listagem no Novo Mercado

Fonte: Quadro elaborado a partir de informações contidas no site da BOVESPA

As exigências do Novo Mercado buscam mostrar ao investidor a segurança e qualidade das ações deste segmento, pois além de todas as exigências do Nível 2 as empresas são obrigadas a atenderem medidas adicionais. A proibição de emissões de ações preferenciais garante que todos os investidores tenham direito a voto, ou seja, todos têm os mesmos direitos proporcionalmente. O *lock up period*, período após a colocação primária de ações no qual os controladores ficam proibidos de vender ações durante os próximos 6 meses e do 7º mês ao final do 1º ano podem vender no máximo 40% de suas ações, fornece uma garantia ao investidor de que os empreendedores não pretendem desfazer de suas ações ao realizarem uma oferta pública, mas sim conseguirem sócios para financiarem o crescimento da empresa.

Diante de todas estas regras fica claro que as empresas que aderirem a um destes segmentos estarão cumprindo uma série de exigências adicionais àquelas estabelecidas por

²⁴ Este item foi produzido através de publicações disponíveis no *site* da BOVESPA.

lei. A participação das empresas neste mercado tem proporcionado a valorização das ações e o acesso a um volume maior de recursos, já que os investidores se mostram hoje dispostos a pagarem mais por estas ações, evidenciando assim a qualidade do produto negociado e o sucesso alcançado por esta inovação da BOVESPA. Com a criação dos segmentos que exigem práticas adicionais de governança corporativa àquelas exigidas por lei, a BOVESPA criou o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC).

3.4.5.3 Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC²⁵

O Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada é composto por ações de companhias que se comprometeram a praticar um conjunto de regras que dizem respeito às boas práticas de governança corporativa por meio de adesão a um dos segmentos criados pela Bolsa, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

O objetivo do IGC é medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. São incluídas na carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

- Ações de novas empresas: Serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.
- 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.

Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito reduzida.

É importante evidenciar o comportamento deste índice em relação ao IBOVESPA²⁶. O IGC, desde sua criação nunca teve um desempenho menor que o IBOVESPA e se comparado com o IBrX 50 também observa-se uma superioridade representativa²⁷. Os desempenhos destes três índices estão apresentados no Gráfico 3.3.

²⁵ Este item foi produzido através de publicações disponíveis no *site* da BOVESPA.

²⁶ O Índice BOVESPA, IBOVESPA, mede o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período.

²⁷ O Índice Brasil 50, IBrX 50, mede o desempenho de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas da BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

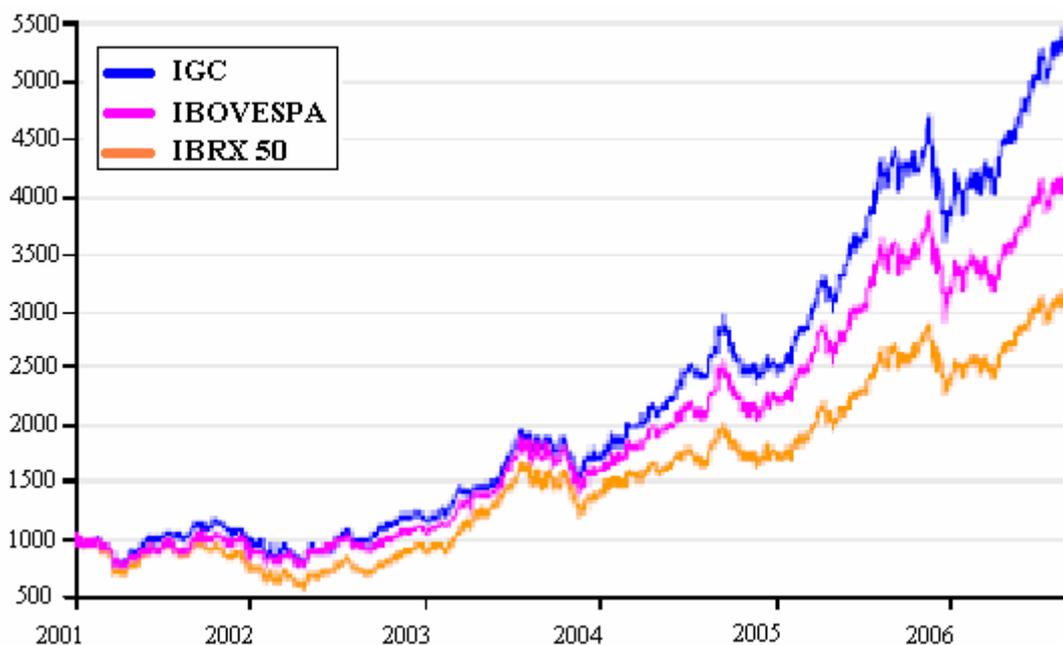


Gráfico 3.3 – Evolução do IBOVESPA X IGC X IBRX 50 (base 1000 = 25/06/01)

Fonte: BOVESPA – Boletim informativo, ano 6, n. 101, mar 2007

Neste contexto, é importante analisar se as práticas exigidas pelo Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 proporcionam maiores retornos e menores riscos em carteiras compostas por ações de empresas que aderiram a estes segmentos do que em carteiras formada por ações de companhias que não adotam estas práticas. Na tentativa de encontrar evidências desta relação serão apresentados e analisados resultados preliminares obtidos a partir da implementação de modelos de programação linear e de modelos de programação inteira mista que maximizam o retorno ou minimizam o risco destas carteiras. Estes modelos serão implementados em duas amostras extraídas do sistema Economática. Uma delas é composta pelas ações que compõem o IGC e a outra por ações de empresas que compõem o IBOVESPA, que são as ações de empresas que não aderiram aos segmentos da BOVESPA e, portanto, não estão no IGC. Serão utilizados três modelos, sendo que o primeiro, o modelo Maxmin, maximiza o retorno mínimo mensal, o segundo maximiza o retornos anula, enquanto o terceiro, o modelo MAD, minimiza o desvio médio absoluto da carteira, considerado uma medida de risco. Todos os modelos serão solucionados por métodos de programação linear, nos casos em que não é possível determinar o número de ações da carteira, e por métodos de programação inteira mista, nos casos em que são inseridas restrições que permitem determinar o número mínimo e máximo de ações.

4 Modelos de Otimização de *Portfolios*

As práticas de governança corporativa têm sido alvo de grandes mudanças nas companhias, que só recentemente estão começando a reconhecer sua importância e os seus benefícios. Muitas medidas estão sendo implementadas com o objetivo de atrair novamente os investidores e ao mesmo tempo valorizar as ações das empresas. O que se conhece até o momento é que apesar de diversos estudos realizados sobre a governança corporativa e dos especialistas na área acreditarem que a boa governança está relacionada com melhores retornos e menores riscos, não há estudos que formalizem tal relação. Neste sentido, este capítulo apresenta três modelos de otimização baseados em programação linear (PL) e os mesmo três modelos baseados em programação inteira mista (PIM). Dois destes maximizam o retorno de uma carteira e o outro minimiza o risco associado à carteira. Cada um destes modelos é aplicado a dois conjuntos de ações: ações que estão no IGC (que são as ações com boa governança corporativa) e ações que estão no IBOVESPA (que são ações de empresas que não se comprometeram a adotar as boas práticas de governança corporativa). O comportamento das carteiras otimizadas é analisado no período de 01 de janeiro de 2004 a 31 de dezembro de 2005.

É importante destacar a escassez de estudos que verifiquem empiricamente a relação entre as boas práticas de governança corporativa e maiores retornos, assim como entre tais práticas e menores riscos. Estudos que comprovem tal evidência podem atrair ainda mais investidores ao mercado, favorecendo desta forma novas ofertas públicas de ações e aberturas de capital, contribuindo assim com o desenvolvimento do mercado como um todo.

4.1 Dados, Métodos e Modelos

Os modelos de otimização de *portfolios* utilizados neste capítulo são solucionados por métodos de programação linear (PL) e de programação inteira mista (PIM). Os dados serão aplicados aos três modelos propostos utilizando os dois métodos (PL e PIM). Isto é, os modelos serão aplicados primeiramente para casos de programação linear e depois serão inseridas variáveis inteiras nos modelos, configurando desta forma modelos solucionados por programação inteira mista²⁸.

²⁸ A diferença entre os modelos de programação linear e de programação inteira mista, utilizados neste trabalho, é que os problemas lineares não permitem otimizar garantindo um número mínimo ou máximo de ações distintas. Ao introduzir um conjunto de restrições com variáveis inteiras e, desta forma, caracterizar o modelo

O primeiro modelo, o modelo Maxmin, tem por objetivo determinar uma carteira que maximiza o retorno mínimo mensal sujeito a um conjunto de restrições. Já o segundo, busca compor uma carteira cujo retorno anual seja máximo, enquanto o terceiro, o modelo MAD (*Mean Absolute Deviation*), minimiza o desvio médio absoluto da carteira²⁹. Os três modelos serão solucionados tanto por métodos de programação linear (PL) quanto por métodos de programação inteira mista (PIM). Além disso, estes modelos serão aplicados para dois conjuntos de ações, um formado pelas ações que compõem o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), e o outro formado pelas ações que compõem o Índice BOVESPA (IBOVESPA), as quais não cumprem as exigências do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado³⁰.

O objetivo, portanto, é verificar se os retornos proporcionados ao maximizar o menor retorno mensal e o retorno anual de uma carteira composta pelas ações de empresas do IGC são maiores que aqueles fornecidos pela carteira composta por ações de empresas que estão no IBOVESPA e se o desvio médio absoluto da carteira das ações do IGC é menor que o proporcionado pela carteira das ações do IBOVESPA. Caso os retornos da carteira composta por ações de companhias que adotam boas práticas de governança corporativa sejam maiores que aqueles obtidos pela carteira formada por empresas que não as praticam, haveria indícios de que estas exigências possam estar refletindo em melhores retornos. Por outro lado, se o desvio médio absoluto da carteira formada pelas ações do IGC for menor que da carteira composta pelas ações do IBOVESPA, pode-se sugerir que as ações do IGC apresentam menor risco ao investidor. Espera-se que as empresas pertencentes ao IGC apresentem maior retorno e menor risco para o investidor devido às exigências adicionais estabelecidas às empresas listadas nestes segmentos de governança corporativa diferenciada e que buscam garantir a proteção dos investidores e a qualidade das informações divulgadas. Neste sentido, empresas que atendem as boas práticas de governança corporativa estariam apresentando maiores retornos e menores riscos, condições fundamentais para atrair os investidores.

como um problema inteiro misto, é possível especificar o número máximo e mínimo de ações da carteira no modelo.

²⁹ O modelo Maxmin e o modelo MAD, discutidos a seguir, são apresentados no trabalho de Papahristodoulou, C. e Dotzauer, E., *Optimal portfolios using linear programming*, 2004. Já o segundo modelo, o Modelo de Maximização do Retorno Anual, foi proposto neste trabalho e busca otimizar o retorno de uma carteira sujeito a um risco máximo suportado pelo investidor. Este modelo é baseado na teoria de *portfolio* em que se maximiza o retorno considerando-se um certo risco, que neste caso é representado pelo desvio padrão das ações.

³⁰ As empresas que compõem o Índice de Ações com Governança Corporativa, são aquelas companhias que satisfazem um conjunto de boas práticas de governança corporativa exigidas para listagem nos segmentos criados pela BOVESPA, que são Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Tanto para a aplicação dos modelos solucionados por programação linear, quanto para os modelos solucionados por programação inteira mista, foram coletados dados do sistema Económica de todas as empresas que compunham o IGC e o IBOVESPA no período de maio a agosto de 2006. Foram selecionados os preços de abertura e de fechamento mensal de cada empresa durante o período de 01 de janeiro de 2004 a 31 de dezembro de 2005 para os dois grupos, IGC e IBOVESPA. Após a seleção foram excluídas da amostra as empresas que não possuíam informações durante todo o período analisado. Esse procedimento de seleção resultou em 63 ações no grupo formado pelas empresas que compõem o IGC e em 53 ações no grupo formado pelas empresas que compõem IBOVESPA (anexo)³¹. Os modelos de maximização do retorno mínimo mensal, de maximização dos retornos anuais e de minimização do desvio médio absoluto de uma carteira serão aplicados para duas carteiras. Uma carteira será formada pelas ações de empresas que compõem o IGC e a outra carteira será composta pelas ações que compõem o IBOVESPA.

Como resultado do Modelo MaxMin (Modelo I) têm-se a proporção do capital que será investida em cada ação e qual o máximo menor retorno mensal, satisfazendo todas as restrições. Já o Modelo de Maximização do Retorno Anual (Modelo II) fornece a proporção de capital que será alocada em cada ação e o retorno anual ótimo que satisfaz as restrições. Por outro lado, o Modelo de Minimização do Desvio Médio Absoluto (Modelo III) fornece o desvio médio absoluto da carteira, além de apresentar qual é a alocação ótima de capital que garante a veracidade do conjunto de restrições.

É importante destacar que a função objetivo de cada um dos modelos são totalmente diferentes. A função objetivo do modelo MaxMin permite determinar o máximo retorno mínimo mensal. Já a função objetivo do 2º modelo fornece o máximo retorno anual. Diferentemente dos dois primeiros modelos, que maximizam o retorno de uma carteira, a função objetivo do modelo MAD apresenta o mínimo desvio médio absoluto, que é uma medida de risco da carteira. Esta variedade nas funções objetivo permite avaliar as carteiras composta por ações que estão no IGC e por ações que estão no IBOVESPA sob três aspectos diferentes, que são o mínimo retorno mensal, o retorno anual e o desvio médio absoluto, e com isto obter conclusões mais amplas sobre o comportamento de cada carteira.

³¹ Embora as ações apresentadas nas Tabelas A e B (anexo) representem a composição do IGC e do IBOVESPA referentes ao período de maio a agosto de 2006, para a realização deste estudo considerou-se o período de 01 de janeiro de 2004 a 31 de dezembro de 2005, como mencionado no texto. As tabelas serviram apenas como referência de ações que seriam analisadas no período em questão.

4.1.1 Modelo I – MaxMin

O modelo Maxmin, discutido por Papahristodoulou e Dotzauer (2004) é uma aproximação ao modelo proposto por Markowitz (1952), que minimiza a variância da carteira. Segundo os autores este modelo consegue obter desempenho semelhante ao modelo clássico de Markowitz.

A idéia do modelo Maxmin é utilizar uma variável extra Z , que representa o mínimo retorno e maximizá-la, ou seja, o menor retorno mensal da carteira será otimizado. A função objetivo é dada por:

$$\max Z,$$

em que Z é o retorno mínimo mensal. Para o caso de programação linear (PL), que é o caso em que não é possível determinar o número de ações da carteira, a maximização da função objetivo deve satisfazer o seguinte conjunto de restrições:

$$\sum_{i=1}^m r_i^t x_i \geq Z, \text{ para } t = 1, \dots, T \quad (1)$$

$$\sum_{i=1}^m \bar{r}_i x_i \geq \alpha \quad (2)$$

$$\sum_{i=1}^m x_i = 1 \quad (3)$$

$$0 \leq x_i \leq \gamma, \text{ para } i = 1, \dots, m \quad (4)$$

$$Z \geq 0, \quad (5)$$

em que r_i^t é o retorno da ação i no mês t ; x_i é a proporção do capital que deve ser alocado na ação i ; \bar{r}_i é o retorno médio mensal da ação i ; α é o retorno mínimo exigido pelo investidor por mês e γ é a proporção máxima de capital que pode ser alocada em uma ação³².

³² O retorno mensal da ação i no mês t é calculado da seguinte forma:

A restrição (1) estabelece que o retorno mensal da carteira seja maior ou igual o menor retorno. Estas restrições garantem que nos piores meses o retorno da carteira é pelo menos Z . A restrição (2) implica que o retorno médio é maior ou igual ao mínimo retorno mensal exigido pelo investidor. A restrição (3) obriga que a soma da proporção do capital alocado em cada ação seja igual ao capital total, ou seja, igual a 1. Já a restrição (4) garante que o capital alocado em cada ação seja maior que 0 e menor que γ , que é um limitante de capital. A restrição (5) garante que o menor retorno mensal seja maior ou igual a zero.

Para estabelecer um número mínimo ou máximo de ações em uma carteira é necessário adicionar ao modelo um conjunto de variáveis inteiras que determinam o número de ações distintas que compõem a carteira de investimentos. Neste caso, a função objetivo e as restrições (1), (2) (3) e (5) permanecem iguais e a restrição (4) deve ser substituída pelas seguintes restrições:

$$x_i \geq I_i k_{\text{inf}}, \text{ para } i = 1, \dots, m \quad (6)$$

$$x_i \leq I_i k_{\text{sup}}, \text{ para } i = 1, \dots, m \quad (7)$$

$$a \leq \sum_{i=1}^m I_i \leq b, \quad (8)$$

em que k_{inf} e k_{sup} são, respectivamente, o limitante inferior e superior da proporção de capital que deve ser aplicada em cada ação; I_i são variáveis binárias (0 ou 1) que determinam se a ação está ou não na carteira; a e b são o número mínimo e máximo de ações que compõem a carteira, respectivamente³³.

$r_i^t = \frac{P_{f,i,t} - P_{a,i,t}}{P_{a,i,t}}$, para $t = 1, \dots, T$, em que $P_{f,i,t}$ é o preço de fechamento da ação i no mês t e $P_{a,i,t}$ é o preço de abertura da ação i no mês t . Além disso, os parâmetros α e γ foram definidos de forma exógena ao modelo. O parâmetro α foi definido pela taxa Selic, que remunera os títulos do governo, adicionando-se um prêmio pelo risco. Isto porque a remuneração dos títulos do governo é considerada uma taxa livre de risco. Já o parâmetro γ foi definido buscando garantir a diversificação da carteira e ao mesmo tempo não tornar o modelo tão restrito. Neste caso, considerou-se $\gamma = 0,3$, ou seja, o investimento máximo permitido em cada ação é de 30% do capital total.

³³ Os parâmetros k_{inf} , k_{sup} , a e b foram determinando exogenamente ao modelo. Foram utilizados dois parâmetros k_{inf} , que é o limitante inferior do total do capital permitido para aplicação em uma ação. Primeiramente considerou-se $k_{\text{inf}} = 0,01$ e posteriormente $k_{\text{inf}} = 0,03$. No entanto, os resultados apresentados

A restrição (6) garante que se a ação i for alocada na carteira seu investimento mínimo será de k_{inf} . A restrição (7) estabelece que o máximo que pode ser aplicado em uma ação é k_{sup} . A restrição (8) implica que a carteira terá no mínimo a ações e no máximo b ações.

Vale destacar que ao considerar as restrições (6), (7) e (8) no modelo, um conjunto de variáveis inteiras são inseridas no modelo, tornando-se assim impossível solucioná-lo através de métodos lineares. Sendo assim, ao considerar este conjunto de restrições os modelos serão solucionados por métodos de programação inteira mista.

4.1.2 Modelo II - Retorno Anual

Este modelo busca maximizar o retorno anual de uma carteira sujeito a uma medida de risco, que neste caso foi o desvio padrão do retorno das ações. O objetivo deste modelo é otimizar o retorno anual da carteira de tal maneira que um conjunto de restrições seja satisfeito. A função objetivo é dada por:

$$\max \sum_{i=1}^m r_i x_i$$

em que r_i é o retorno anual da ação i e x_i é a proporção do capital total investido que será aplicado na ação i ³⁴. Na maximização da função objetivo deve-se satisfazer as restrições (2), (3) e (4) do modelo MaxMin e acrescenta-se a seguinte restrição adicional:

aqui referem-se ao limitante inferior de 3%, ou seja, $k_{\text{inf}} = 0,03$. Isto porque não é vantajoso para o investidor uma carteira composta por ações que possuem investimento muito pequeno, pois geram maiores custos e não garantem sua diversificação e, conseqüentemente, a redução do risco. É importante esclarecer que os resultados obtidos para $k_{\text{inf}} = 0,01$ foram semelhantes aos obtidos pelos modelos em que $k_{\text{inf}} = 0,03$, sendo possível observar os mesmos comportamentos dos retornos e riscos. Já para o limitante superior do capital aplicado em cada ação da carteira utilizou-se $k_{\text{sup}} = 0,3$, isto é, é possível aplicar no máximo 30% do capital total em cada ação, buscando desta forma diversificar a carteira. Para o parâmetro que determina o número máximo de ações da carteira considerou-se $b = 20$. Isto porque segundo a teoria de diversificação de *portfolio* os ganhos adicionais ao acrescentar mais ações são inexpressivos na redução do risco, pois não é possível reduzir o risco não diversificável, que é o risco intrínseco ao mercado. Para o limitante inferior do número de ações da carteira, a , foram utilizados três parâmetros diferentes. Primeiramente considerou-se $a = 10$, em seguida $a = 15$ e posteriormente $a = 20$. Os resultados dos modelos com cada um dos parâmetros serão apresentados ainda neste capítulo.

³⁴ Note que para calcular o retorno anual da ação i basta utilizar o preço de fechamento da ação i no mês 12 e o preço de abertura da ação i no mês 1.

$$\sum_{i=1}^m \sigma_i x_i \leq \bar{\sigma}, \quad (9)$$

em que σ_i é o desvio padrão do retorno da ação i , que é utilizado como uma medida de risco, e $\bar{\sigma}$ é a média do desvio padrão, ou seja, o risco médio de todas as ações³⁵. A restrição (9) estabelece que o retorno seja maximizado de forma que a soma do risco de cada ação, proporcional ao que será investido na mesma, seja menor ou igual o risco médio de todas as ações. Isto é, o risco da carteira, que é a média ponderada do desvio padrão, deve ser menor ou igual à média aritmética do risco das ações, isto é, a média aritmética do desvio padrão de todas as ações.

Assim como no modelo Maxmin, para garantir um número mínimo e máximo de ações da carteira é necessário utilizar variáveis inteiras. Para isto, basta substituir a restrição (4) pelas restrições (6), (7) e (8). Como discutido na seção anterior, estas restrições permitem estabelecer o número mínimo e máximo de ações em cada carteira, garantindo que a proporção aplicada em cada ação seja limitada superior e inferiormente.

4.1.3 Modelo III – MAD

Este modelo, também discutido por Papahristodoulou e Dotzauer (2004), buscar ser uma alternativa mais simples para o modelo de Markowitz, assim como o modelo Maxmin. A idéia aqui é utilizar o desvio médio absoluto (*Mean Absolute Deviation – MAD*) como medida de risco e minimizá-lo. No entanto, o desvio médio absoluto é dado por:

$$|\sigma| = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left| \sum_{i=1}^m (r_i^t - \bar{r}_i) x_i \right|,$$

que não é uma função linear, então é necessário linearizá-la. Para isto, basta fazer

$$Y_t = \left| \sum_{i=1}^m (r_i^t - \bar{r}_i) x_i \right| \quad (10)$$

³⁵ O desvio padrão do retorno da ação i é calculado da seguinte forma:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{(r_i^t - \bar{r}_i)^2}{N}},$$

em que r_i^t é o retorno da ação i no mês t , \bar{r}_i é o retorno médio da ação i e N é o número de observações do período.

e a função objetivo passa ser:

$$\min \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T Y_t$$

Além disso, é necessário satisfazer as restrições (2), (3) e (4) do modelo Maxmin e adicionar as restrições apresentadas a seguir³⁶.

$$Y_t \geq - \sum_{i=1}^m (r_i^t - \bar{r}_i) x_i \quad (11)$$

$$Y_t \geq \sum_{i=1}^m (r_i^t - \bar{r}_i) x_i \quad (12)$$

$$Y_t \geq 0, \text{ para } t = 1, \dots, T \quad (13)$$

As restrições (11), (12) e (13) garantem que a equação (10) seja verdadeira e as restrições (2), (3) e (4) são utilizadas com o mesmo objetivo do modelo Maxmin.

A possibilidade de definir o número máximo e o número mínimo de ações da carteira depende da introdução de variáveis inteiras no modelo. Então, é necessário substituir a restrição (4) pelas restrições (6), (7) e (8), assim como feito nos modelos anteriores, e trabalhar com um modelo de programação inteira mista. Estas novas restrições no modelo permitem determinar o número mínimo e máximo de ações e também limitar inferiormente e superiormente a proporção aplicada em cada ação.

4.2 Análise dos Resultados

Os resultados apresentados nesta seção fornecem evidências de que uma carteira formada por ações de empresas que adotam práticas de governança corporativa diferenciadas, as quais compõem o IGC, proporcionam maior retorno e menor risco que a carteira composta

³⁶ Assim como no modelo Maxmin, r_i^t é o retorno mensal da ação i no mês t , \bar{r}_i é o retorno médio mensal da ação i e x_i é a proporção do capital alocada na ação i .

por ações de empresas que não têm obrigação de praticar a boa governança, composta por ações do IBOVESPA.

4.2.1 Modelo I – Maxmin

A comparação dos resultados obtidos a partir da aplicação do modelo Maxmin tanto para a carteira composta pelas ações do IGC quanto para a carteira formada pelas ações do IBOVESPA permite observar que a carteira formada pelas ações das empresas que estão no IGC proporciona maiores retornos ao investidor.

Os maiores retornos obtidos, tanto para a carteira formada pelas ações do IGC quanto para carteira formada pelas ações do IBOVESPA, foram para os modelos de programação linear e não para o modelo de programação inteira mista. Isto é, os melhores resultados foram apresentados para o modelo sem as restrições (6), (7) e (8), que são as restrições que permitem especificar o número mínimo e máximo de ações na carteira e que são utilizadas nos modelos de programação inteira mista.

A Tabela 4.1 apresenta os resultados obtidos pelo Modelo I - Maxmin para a carteira composta pelas ações do IGC, assim como para a carteira composta pelas ações do IBOVESPA.

Tabela 4.1 – Resultados Modelo I - Maxmin – Programação Linear (PL)

		Modelo I - Maxmin	
		IGC	IBOVESPA
Retorno Mínimo Mensal	2004	5,65%	1,88%
	2005	2,77%	0,56%
	2004-2005	1,07%	Infactível

Nota-se pela Tabela 4.1 que o máximo retorno mínimo mensal obtido para a carteira das ações do IBOVESPA, no período de 01 de janeiro de 2004 a 31 de dezembro de 2004, foi de 1,88%, enquanto para a carteira das ações do IGC foi de 5,65%. Isto é, nos piores meses a carteira composta por ações pertencentes ao IBOVESPA proporcionou um retorno três vezes menor que a carteira composta por ações que pertencem ao IGC. Ao analisar o período de 01 de janeiro de 2005 a 31 de dezembro de 2005, observa-se um retorno inferior ao ano de 2004 para as duas carteiras. Enquanto a carteira das ações do IBOVESPA proporcionou um retorno mínimo mensal de 0,56%, a carteira formada por ações do IGC apresentou um desempenho melhor e garantiu um retorno mínimo mensal de 2,77%, quase cinco vezes maior. Já

considerando o biênio 2004-2005, a carteira do IGC proporcionou retorno mínimo mensal de 1,07%. No entanto, o modelo torna-se infactível para os dados das ações do IBOVESPA, ou seja, não é possível encontrar uma solução ótima. Isto ocorre devido à existência de um período em que Z não tem valor positivo para qualquer conjunto de ações, pois em algum mês entre 2004 e 2005 não é possível compor uma carteira com o retorno mínimo desejado pelo investidor, em que a carteira não apresente Z negativo. Desta forma, o modelo não consegue alocar o capital de forma a maximizar a função objetivo e satisfazer todas as restrições com um valor positivo para Z ³⁷.

Os modelos de programação inteira mista, que permitem especificar o número mínimo e máximo de ações, foram aplicados aos dados exigindo-se que a carteira fosse composta por no mínimo 10 ações e no máximo 20 ações. Em seqüência, os mesmos dados foram aplicados ao modelo exigindo mínimo de 15 ações e máximo de 20 ações na carteira. Posteriormente exigiu-se 20 ações na carteira³⁸.

Para determinar o limitante inferior de capital para cada ação, a restrição (6) foi utilizada de duas formas diferentes no modelo. Primeiramente, exigiu-se que a aplicação em cada ação fosse no mínimo de 1% do capital total, ou seja, $k_{inf} = 0,01$ e depois exigiu-se mínimo de 3%, isto é, $k_{inf} = 0,03$. Obteve-se melhores resultados para aplicação mínima de 1% em cada ação, o que já era esperado, já que ao exigir uma aplicação mínima mensal menor o modelo torna-se mais flexível e, conseqüentemente, torna-se mais fácil alocar o capital de forma a maximizar a função objetivo e ao mesmo tempo garantir que todas as restrições sejam satisfeitas.

A Tabela 4.2 apresenta os resultados obtidos para as duas carteiras garantindo aplicação mínima de 3% em cada ação, uma vez que não é interessante alocar pouco capital em uma ação devido aos custos de investimentos.

³⁷ O Modelo I foi aplicado para os dados do IBOVESPA no período de 2004 a 2005 sem a restrição (5), que exige que $Z \geq 0$. Neste caso, o modelo encontrou uma solução ótima em que Z foi menor que 0, o que confirma a explicação dada para o modelo não ter encontrado solução ótima.

³⁸ Note que para garantir que a carteira tenha exatamente 20 ações, basta fazer $a = b = 20$ na restrição (8).

Tabela 4.2 – Resultados Modelo I - Programação Inteira Mista (PIM)

		Modelo I - Maxmin					
		IGC			IBOVESPA		
		10 ações	15 ações	20 ações	10 ações	15 ações	20 ações
Retorno Mínimo Mensal	2004	5,65%	5,49%	4,95%	1,82%	1,61%	1,01%
	2005	2,66%	2,39%	1,95%	0,47%	0,13%	Infactível
	2004-2005	1,03%	0,94%	0,61%	Infactível	Infactível	Infactível

Com base na Tabela 4.2, é possível observar que as carteiras compostas por ações que estão no IGC proporcionam retornos mínimos mensais superiores aos fornecidos pelas carteiras compostas pelas ações das empresas que formam o IBOVESPA. Outro ponto que também deve ser observado é que os melhores resultados foram obtidos para a carteira formada por no mínimo 10 ações. Ao exigir que a carteira fosse composta por no mínimo 15 ações e, posteriormente, que a carteira fosse composta por 20 ações, fez com que o retorno mínimo diminuísse ainda mais em cada caso, o que já era esperado, uma vez que o problema se torna mais restrito.

Para a carteira formada com 10 ações no mínimo, o retorno mínimo mensal para a carteira formada pelas ações do IBOVESPA foi de 1,82% enquanto para a carteira das ações pertencentes ao IGC foi de 5,65%, o que representa um retorno 3,10 vezes maior que o resultado da carteira das ações do IBOVESPA. Esse resultado foi um pouco inferior para o período de 01 de janeiro de 2005 a 31 de dezembro de 2005. Mas, mesmo assim, garantiu um retorno mínimo mensal 5,65 vezes maior para a carteira composta pelas ações do IGC. Para o biênio 2004-2005, a carteira formada por ações do IGC proporcionou retorno mínimo mensal de 1,03%. No entanto, assim como para os problemas de programação linear, o modelo não encontrou uma solução ótima para a carteira do IBOVESPA. Como argumentado anteriormente, isto ocorre porque o modelo não consegue alocar o capital em ações que além de maximizar o mínimo retorno satisfaçam todas as restrições, ou seja, o modelo não consegue garantir $Z \geq 0$ ³⁹.

Já a carteira composta por no mínimo 15 ações proporcionou retorno mínimo 3,4 e 18,38 vezes maior para a carteira composta por ações do IGC que por ações do IBOVESPA, para os anos de 2004 e 2005, respectivamente. Os piores resultados foram encontrados nos modelos que exigiam que a carteira fosse composta por exatamente 20 ações. Mesmo assim é

³⁹ O modelo torna-se factível ao eliminar a restrição (5), ou seja, é possível otimizar a carteira. No entanto, em pelo menos um mês o retorno é menor que zero.

possível destacar o desempenho da carteira do IGC, que obteve melhor desempenho. Vale ressaltar que para o ano de 2005 não foi possível encontrar solução para a carteira formada por ações que estão no IBOVESPA, pois não é possível atender todas as restrições e garantir $Z \geq 0$.

Com exceção do desempenho da carteira composta pelas ações do IGC em 2004, os modelos com restrições que permitem determinar o número de ações da carteira proporcionaram resultados inferiores aos proporcionados pelos modelos que não possuem tais restrições. Isto se deve ao fato de que ao otimizar a carteira sem exigir um número mínimo de ações, o modelo alcança o resultado ótimo com menos de 10 ações. Então, ao determinar que a carteira seja composta por no mínimo 10, 15 ou 20 ações nem sempre é possível obter o mesmo resultado. O que também explica o fato da carteira ótima sempre possuir o mesmo número de ações que o limitante inferior de ações do modelo, ou seja, o número de ações da carteira nos casos de programação inteira mista é igual ao limitante a , determinado na restrição (8). A Tabela 4.3 contém o segmento das ações escolhidas pelo modelo para a carteira das ações de empresas que possuem boas práticas de governança corporativa, que são as ações pertencentes ao IGC.

Tabela 4.3 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo I

Período	Segmento	Nº de ações de cada segmento			
		PL	PIM		
			10 ações	15 ações	20 ações
2004	Nível 1	8	8	13	17
	Nível 2	1	1	1	2
	Novo Mercado	1	1	1	1
2005	Nível 1	4	8	11	15
	Nível 2	2	2	3	4
	Novo Mercado	1	-	1	1
2004-2005	Nível 1	6	7	10	15
	Nível 2	1	2	3	3
	Novo Mercado	2	1	2	2

Pela Tabela 4.3 é possível observar que em todos os períodos analisado a carteira formada pelas ações pertencentes ao IGC é composta basicamente por ações de empresas listadas no Nível 1. Este segmento é o nível com exigências menos rígidas no que diz respeito às boas práticas de governança corporativa, mesmo assim a carteira formada pelas ações do IGC apresentou melhor desempenho que a carteira formada pelas ações que pertencem ao IBOVESPA. No entanto, vale destacar que das 63 ações pertencentes ao IGC consideradas, apenas quatro são listadas no Novo Mercado, oito no Nível 2 e 51 no Nível 1.

4.2.2 Modelo II – Retorno Anual

Assim como para o Modelo I, os resultados encontrados para o Modelo II, que maximiza o retorno anual da carteira, indicam que as melhores práticas de governança corporativa estão associadas à maiores retornos. Tal conclusão é possível com base na comparação dos resultados obtidos para cada uma das carteiras.

Como esperado, os resultados obtidos para os modelos de otimização linear fornecem os melhores resultados, ou seja, a carteira otimizada sem exigência do número mínimo de ações proporciona maior retorno. Além disso, pode-se observar que o retorno é sempre maior para a carteira composta por ações que estão no IGC. Destacam-se também os bons resultados do mercado para o ano de 2004, em que o retorno das duas carteiras foi superior ao alcançado em 2005. Os resultados obtidos tanto para a carteira formada pelas ações do IGC, quanto para a carteira composta pelas ações do IBOVESPA estão apresentados na Tabela 4.4.

Tabela 4.4 – Resultados Modelo II - Programação Linear (PL)

		Modelo II - Retorno Anual	
		IGC	IBOVESPA
Máximo Retorno do Período	2004	161,94%	130,60%
	2005	152,80%	106,98%
	2004 - 2005	276,31%	194,48%

Pela Tabela 4.4, pode-se notar que o retorno anual foi maior para a carteira composta por ações do IGC em ambos os períodos. Ao otimizar a carteira com ações que estão no IBOVESPA no período de 2004, obteve-se 130,60% de retorno anual, enquanto a carteira das ações pertencentes ao IGC proporcionou um de retorno de 161,94%, implicando desta forma em um retorno anual 1,23 vezes maior. Para o ano de 2005, o retorno anual da carteira do IGC foi de 152,80%, enquanto a carteira formada por ações do IBOVESPA teve um retorno de 106,98% ao ano. Apesar do retorno de ambas as carteiras terem sido pior no período de 2005, a carteira formada por ações do IGC apresentou um desempenho melhor, ficando com retorno 1,42 vezes maior. Ao analisar o biênio 2004-2005, nota-se que a carteira formada pelas ações do IGC garantiu 276,31% de retorno no período contra apenas 194,48% da carteira composta pelas ações do IBOVESPA.

Ao analisar os resultados do modelo inteiro misto, que é aquele modelo que permite decidir qual o número mínimo e máximo de ações que farão parte da carteira, também observou-se desempenho melhor para a carteira formada por ações que estão no IGC.

Para a programação inteira mista, exigiu-se que a carteira fosse composta por no mínimo 10 ações, depois por no mínimo 15 ações e posteriormente por 20 ações. No entanto, o retorno obtido ao exigir um número mínimo e máximo de ações foi inferior ao obtido pelo modelo linear, em que não é possível impor o número de ações da carteira. Isto porque, os modelos de programação linear encontram uma solução ótima independente do número de ações que estarão na carteira, e neste caso, a carteira ótima encontrada é composta por um número menor de ações que o mínimo exigido no modelo inteiro misto. O que também explica o fato do retorno decrescer ao aumentar o número de ações exigidas na carteira. Além disso, o modelo foi aplicado exigindo-se primeiramente uma aplicação mínima de 1% em cada ação e depois mínimo de 3% em cada ação. Como no Modelo I, os resultados obtidos foram piores ao exigir aplicação mínima de 3%, isto porque ao aumentar o limite mínimo de aplicação o problema torna-se mais rígido e, conseqüentemente, é mais difícil alocar o capital de forma a obter um retorno maior. Os resultados apresentados na Tabela 4.5 descrevem o desempenho da carteira formada pelas ações do IGC e da carteira composta pelas ações do IBOVESPA nos casos de PIM em que $k_{inf} = 3\%$.

Tabela 4.5 – Resultados Modelo II - Programação Inteira Mista (PIM)

		Modelo II - Retorno Anual					
		IGC			IBOVESPA		
		10 ações	15 ações	20 ações	10 ações	15 ações	20 ações
Máximo Retorno do Período	2004	159,91%	154,67%	140,30%	123,94%	113,98%	99,91%
	2005	148,39%	140,09%	128,83%	102,51%	95,66%	85,93%
	2004 - 2005	273,59%	266,27%	250,51%	188,47%	178,15%	163,57%

A Tabela 4.5 mostra que a carteira composta por ações que estão no IGC obteve destaque se comparada à carteira formada por ações do IBOVESPA. Ao colocar no modelo a restrição que garante no mínimo 10 ações observa-se que no ano de 2004 a carteira das ações que estão no IGC proporcionou um retorno de 159,91%, enquanto a carteira do IBOVESPA proporcionou um retorno de 123,94%. Esta diferença representa um retorno anual 1,29 vezes maior para a carteira composta pelas ações das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa. Ao analisar o ano de 2005 nota-se o mesmo comportamento das carteiras. Enquanto a carteira composta por ações do IGC forneceu um retorno de 148,39% ao ano, a carteira das ações do IBOVESPA apresentou um retorno anual de apenas 102,51%. O que representa uma diferença de 45,88% entre os retornos das carteiras. Analisando o biênio

2004-2005, a carteira formada pelas ações que estão no IGC conseguiu um retorno de 273,59% no período contra apenas 188,47% da carteira das ações pertencentes ao IBOVESPA.

Por outro lado, ao impor que a carteira seja composta por no mínimo 15 ações, observa-se comportamento semelhante ao proporcionado para a carteira composta por no mínimo 10 ações. No ano de 2004 a carteira formada pelas ações do IGC proporcionou um retorno de 154,67% ao ano, enquanto a carteira composta pelas ações do IBOVESPA forneceu um retorno de 113,98%. Comparando os resultados no ano de 2005, nota-se uma diferença entre os retornos de 44,43% ao ano, sendo que o maior retorno anual foi para a carteira das ações pertencentes ao IGC, que proporcionou retorno de 140,09% no ano. De forma semelhante, a carteira formada pelas ações do IGC apresentou melhor desempenho no biênio 2004-2005, em que se observa uma diferença de 33,09% entre o retorno das carteiras.

As carteiras composta por 20 ações apresentaram resultados inferiores que a carteira composta por 15 ações. Mesmo assim, a carteira formada por ações que estão no IGC mostrou melhor desempenho que a carteira formada pelas ações que compõem o IBOVESPA, chegando a obter um retorno anual 42,9% maior que a carteira das ações do IBOVESPA em 2005.

Assim como no modelo anterior, observa-se uma queda no desempenho da carteira ao exigir um número maior de ações. Além disso, nota-se que a carteira ótima possui o mesmo número de ações que seu limitante inferior de ações, que é determinado por a na restrição (8). Tais fatos ocorrem porque ao otimizar a carteira sem exigir um número mínimo de ações, o modelo alcança o resultado ótimo com menos de 10 ações. Então, ao exigir que a carteira seja composta por no mínimo 10, 15 ou 20 ações não é possível obter um resultado melhor. A Tabela 4.6 apresenta o número de ações da carteira ótima que estão em cada um dos segmentos da BOVESPA.

Tabela 4.6 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo II

Período	Segmento	Nº de ações de cada segmento			
		PL	PIM		
			10 ações	15 ações	20 ações
2004	Nível 1	4	6	11	15
	Nível 2	1	3	3	4
	Novo Mercado	-	1	1	1
2005	Nível 1	4	10	13	17
	Nível 2	-	-	2	2
	Novo Mercado	-	-	-	1
2004-2005	Nível 1	4	9	12	16
	Nível 2	-	1	2	3
	Novo Mercado	-	-	1	1

Analisando a Tabela 4.6, nota-se que a carteira das ações pertencentes ao IGC, assim como no Modelo I, é formada em sua grande maioria por ações de empresas listadas no Nível 1. Mesmo com ações de empresas que não atendem ao conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa, a carteira formada pelas ações que compõem o IGC garantiu um retorno máximo maior no período analisado que a carteira composta pelas ações pertencentes ao IBOVESPA.

4.2.3 Modelo III – MAD

Diferentemente dos Modelos I e II, o Modelo III não maximiza o retorno da carteira, seu objetivo é minimizar o desvio médio absoluto da carteira que é considerado uma medida de risco da carteira. A idéia é verificar se as ações das empresas que praticam boa governança, além de proporcionar maiores retornos, também fornecem um risco mais baixo aos seus investidores.

Os resultados obtidos para o modelo III, que minimiza o desvio médio absoluto da carteira, assim como os modelos I e II, também indicam que as ações de empresas que adotam boas práticas de governança corporativa têm um desempenho melhor para o investidor. Os resultados encontrados apontam menor risco para a carteira formada pelas ações que estão no IGC. A Tabela 4.7 apresenta os resultados da carteira formada por ações do IGC e da carteira composta pelas ações do IBOVESPA e referem-se aos modelos solucionados por programação linear⁴⁰.

⁴⁰ Os resultados apresentados na Tabela 4.7 referem-se aos modelos em que o parâmetro $k_{inf} = 3\%$, ou seja, deve-se alocar no mínimo 3% do capital total em cada ação alocada na carteira.

Tabela 4.7 – Resultados Modelo III - MAD – Programação Linear (PL)

		Modelo III - MAD	
		IGC	IBOVESPA
Desvio Médio Absoluto	2004	0,006687	0,014884
	2005	0,010848	0,022199
	2004-2005	0,019196	0,027633

A Tabela 4.7 mostra os resultados obtidos para os modelos que não incorporam as restrições que garantem um determinado número de ações na carteira, modelos lineares, em que se nota o melhor desempenho da carteira composta pelas ações que estão no IGC. Enquanto o desvio médio absoluto da carteira do IGC foi de 0,006687 em 2004, a carteira composta pelas ações que estão no IBOVESPA apresentou 0,014884 de desvio médio absoluto. Destaca-se o bom desempenho da carteira das ações do IGC que obteve 2,22 vezes menor risco que a carteira das ações pertencentes ao IBOVESPA. Em 2005, apesar do desempenho não ter sido tão bom quanto em 2004, os resultados foram semelhantes. A carteira das ações pertencentes ao IGC obteve desvio médio absoluto de 0,010848, enquanto a carteira das ações que pertencem ao IBOVESPA de 0,022199, ou seja, a carteira composta pelas ações do IGC teve um desvio médio 2,05 vezes menor. Ao analisar o biênio 2004-2005 também constata-se risco maior para a carteira composta pelas ações do IBOVESPA. A carteira das ações do IGC obteve desvio médio absoluto de 0,019196, representando um risco 1,44 vezes menor que a carteira das ações do IBOVESPA, que apresentou 0,027633 de desvio médio absoluto.

Os resultados apresentados pelo modelo de programação inteira mista, em que é permitido determinar o número de ações da carteira também apresentaram melhor desempenho para a carteira das ações do IGC. No entanto, o desempenho de ambas as carteiras são piores se comparados aos resultados obtidos para o modelo de programação linear, que são os modelos que não incorporam restrições que garantem um número mínimo e máximo de ações da carteira. Como explicado anteriormente, isto ocorre porque nos modelos de programação linear não há restrições que forcem o modelo escolher um número mínimo de ações, então o capital é alocado de forma a otimizar a função objetivo e garantir a veracidade de todas as restrições. Neste caso, a solução ótima para o problema distribui o capital em um número menor de ações que o mínimo exigido nos modelos de programação inteira mista, que é determinado por a na restrição (8). Tal fato também explica porque a carteira ótima

encontrada pelos modelos de programação inteira mista possui o número de ações e o limitante inferior iguais.

Assim como nos Modelos I e II, o modelo III - MAD foi aplicado exigindo-se primeiramente aplicação mínima de 1% em cada ação e posteriormente de 3%⁴¹. Seguindo o padrão dos outros dois modelos, os resultados pioram para ambas as carteiras ao aumentar o limitante inferior da aplicação mínima. Isto ocorre porque ao aumentar o limite mínimo de aplicação em cada ação o modelo tem uma maior dificuldade em alocar o capital e garantir um risco menor. Os resultados da carteira formada pelas ações pertencentes ao IGC e da carteira composta pelas ações que pertencem ao IBOVESPA, em que se considera aplicação mínima de 3% em cada ação, são apresentados na Tabela 4.8.

Tabela 4.8 – Resultados Modelo III - Programação Inteira Mista (PIM)

		Modelo III - MAD					
		IGC			IBOVESPA		
		10 ações	15 ações	20 ações	10 ações	15 ações	20 ações
Desvio Médio Absoluto	2004	0,006758	0,007499	0,009360	0,015109	0,015554	0,017499
	2005	0,011016	0,012294	0,016032	0,022414	0,023492	0,025822
	2004-2005	0,019359	0,020321	0,021726	0,027796	0,028563	0,030045

A Tabela 4.8 apresenta os resultados obtidos para o problema de programação inteira mista e evidencia o risco menor da carteira composta pelas ações que compõem o IGC. Em 2004, para a carteira formada por no mínimo 10 ações, a carteira das ações do IGC proporcionou um desvio médio absoluto de 0,006758, que é 2,23 vezes menor que o risco da carteira composta pelas ações do IBOVESPA, que obteve 0,015109 de desvio médio absoluto. Já em 2005, o risco de ambas as carteiras foi maior, mas mesmo assim a carteira formada pelas ações do IGC teve desempenho superior. O desvio médio da carteira das ações pertencentes ao IBOVESPA foi de 0,022414, enquanto o desvio da carteira das ações que pertencem ao IGC foi de 0,011016, que representa 2,03 vezes menos risco. Ao analisar o biênio 2004-2005, observa-se desvio médio absoluto de 0,019359 para a carteira das ações que estão no IGC e de 0,027796 para a carteira das ações que pertencem ao IBOVESPA.

Para as carteiras composta por no mínimo 15 ações, nota-se comportamento similar, mas desempenho inferior. Enquanto a carteira composta pelas ações pertencentes ao IGC

⁴¹ A aplicação mínima de capital em cada ação é determinada por k_{inf} na restrição (6).

proporcionou desvio médio absoluto de 0,007499 em 2004, a carteira formada por ações que pertencem ao IBOVESPA apresentou 0,015554. Em 2005, o risco da carteira formada pelas ações do IGC continuou menor, sendo que seu desvio foi de 0,012294, representando um desvio médio da carteira 1,91 vezes menor que da carteira formada pelas ações do IBOVESPA, que foi de 0,023492. No período de 2004 a 2005, a carteira das ações do IBOVESPA apresentou 0,028563 de desvio médio absoluto, e a carteira das ações do IGC obteve um desvio médio absoluto de 0,020321, indicando 1,40 vezes menos risco.

A carteira composta por 20 ações obteve os piores resultados para ambas as carteiras. Mesmo assim a carteira formada pelas ações do IGC apresentou melhor desempenho. O desvio médio absoluto da carteira formada pelas ações que estão no IGC foi 46,51%, 37,91%, 27,68% menor que o desvio obtido para a carteira composta pelas ações do IBOVESPA no período de 2004, de 2005 e de 2004 a 2005, respectivamente.

Apesar da carteira formada pelas ações pertencentes ao IGC apresentar menor risco em todos os períodos, tanto para o modelo de programação linear quanto para o modelo de programação inteira mista, é interessante analisar qual é o segmento das ações alocadas nestas carteiras. A Tabela 4.9 apresenta o segmento de cada uma das ações escolhidas para compor as carteiras otimizadas.

Tabela 4.9 – Segmentos das ações da carteira otimizada – Modelo III

Período	Segmento	Nº de ações de cada segmento			
		PL	PIM		
			10 ações	15 ações	20 ações
2004	Nível 1	9	9	13	17
	Nível 2	1	1	2	3
	Novo Mercado	-	-	-	0
2005	Nível 1	6	7	11	14
	Nível 2	1	1	2	4
	Novo Mercado	2	2	2	2
2004-2005	Nível 1	8	8	11	16
	Nível 2	1	1	3	3
	Novo Mercado	1	1	1	1

Pela Tabela 4.9 é possível observar que em todos os períodos analisado a carteira formada pelas ações pertencentes ao IGC é composta basicamente por ações de empresas listadas no Nível 1. Para listagem neste segmento as empresas devem cumprir regras que dizem respeito principalmente à dispersão acionária e à melhoria na prestação de informações. Regras que garantem maiores direitos aos acionistas são encontradas apenas no Nível 2 e Novo Mercado. No entanto, os modelos não escolheram ações destes segmentos para compor

as carteiras ótimas. Tal fato pode ser explicado pelo número de ações de cada um destes segmentos na amostra utilizada. Das 63 ações consideradas, 51 são do Nível 1, oito são do Nível 2 e apenas quatro são do Novo Mercado. Desta forma, não é possível afirmar que quanto mais rígidas são as exigências de governança corporativa menores são os riscos proporcionados pelas carteiras.

A partir dos resultados apresentados, nota-se claramente que todos os modelos apontam para a mesma direção, ou seja, carteiras compostas por ações de empresas que se comprometeram formalmente a cumprir um conjunto de práticas de governança corporativa são capazes de proporcionar maiores retornos e menores riscos. Isto sugere que as boas práticas de governança corporativa estão relacionadas com maiores retornos e menores riscos, sendo desta forma mais atraentes aos investidores.

5 Conclusão

Este estudo procurou investigar a relação entre as boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas e maiores retornos e também se tais práticas podem, de alguma forma, proporcionar menor risco para o investidor. Para alcançar tal objetivo utilizou-se três modelos de otimização, sendo que dois modelos maximizam o retorno e um modelo minimiza o risco. O primeiro modelo busca maximizar o menor retorno mensal proporcionado por uma carteira dado um conjunto de restrições a serem satisfeitas. O segundo modelo maximiza o retorno anual da carteira satisfazendo algumas restrições. Já o terceiro modelo tem por objetivo encontrar uma carteira que satisfaça um conjunto de restrições e proporcione o menor desvio médio absoluto, que é considerado como uma medida de risco da carteira. Estes modelos são solucionados por programação linear e, portanto, de fácil solução. No entanto, não permitem impor um número mínimo e máximo de ações distintas que devem compor a carteira. Segundo a teoria econômica, o risco diversificável de uma carteira pode ser reduzido ao aumentar o número de ações que a compõem. Logo, este trabalho considera também modelos em que é possível garantir um número mínimo e máximo de ações, que são os modelos em que são inseridos um conjunto de variáveis inteiras e, desta forma, são solucionadas por programação inteira mista. Para comparar o desempenho de carteiras compostas por ações de empresas que adotam boas práticas de governança corporativa com carteiras formadas por ações de empresas que não adotam tais práticas, utilizou-se uma amostra de empresas pertencentes ao IGC e ao IBOVESPA no período referente à 01 de janeiro de 2004 a 31 de dezembro de 2005.

Como discutido anteriormente, a governança corporativa é vista como a solução para os problemas associados à diferença no tratamento entre acionistas majoritários e minoritários, à qualidade das informações divulgadas, ao comportamento dos agentes das companhias, entre outros. Isto porque com a garantia de equidade entre grandes e pequenos investidores, transparência e qualidade na divulgação das informações e dos resultados e competência e ética na gestão, as companhias conseguiriam atrair mais investidores ao mercado. O maior número de investidores negociando papéis na bolsa contribui não só com a liquidez dos papéis como também com o crescimento das empresas de capital aberto, com o aumento no número de emissões e de ofertas públicas de capital. Por sua vez, o aumento do número de empresas que abrem seu capital e que emitem novas ações fortalece o mercado de capitais como um todo, que passa a ser um ambiente favorável a captação de recursos para as empresas. Com isto, as empresas conseguem realizar investimentos mais lucrativos,

alcançando assim o crescimento esperado e contribuindo com o desenvolvimento da economia em geral.

Jensen e Meckling (1976) discutem os conflitos gerados da relação entre proprietários e gestores, em que não é possível garantir que os agentes defenderão os interesses dos principais. Este conflito surge na verdade a partir da separação entre propriedade e controle, como analisado por Berle e Means (1932), que consideram que o crescimento das empresas está relacionado com a necessidade de captação de grande volume financeiro, sendo então necessário o aumento do número de sócios da companhia. Com mais sócios as empresas conseguem o capital necessário para alcançar o crescimento desejado. No entanto, este crescimento faz com que as empresas tornem-se grandes demais para que um único indivíduo ou família a gerencie, surgindo assim a necessidade de capital humano especializado em gerenciamento, o que, por sua vez, implica na separação entre propriedade e controle.

Os conflitos de agência, discutidos por Jensen e Meckling (1976) são decorrentes desta separação entre propriedade e controle. Ocorre que não há garantias de que os gestores, ao tomar suas decisões, buscam a maximização da riqueza dos proprietários, sendo possível a expropriação da riqueza dos principais.

Com o intuito de evitar esta expropriação e ao mesmo tempo garantir a maximização da riqueza dos proprietários surgem os contratos de incentivos. Estes contratos buscam amenizar os conflitos de agência ao fornecer incentivos para que os gestores tomem as decisões que beneficiam os proprietários. No entanto, estes contratos não são capazes de acabar com o conflito de interesse entre proprietários e gestores, apenas os reduzem.

A governança corporativa surge com o objetivo de solucionar os problemas de agência e pode ser considerada como um conjunto de práticas e mecanismos que visam garantir não só o direito dos proprietários frente aos gestores, como também equidade no tratamento de acionistas majoritários e minoritários, transparência, qualidade e ética na divulgação dos resultados e informações. Os investidores já perceberam os benefícios proporcionados por estas práticas, que atualmente são alvos de crescentes melhorias e discussões em diversos países.

No entanto, as práticas de governança corporativa não dependem só das companhias, mas sim do ambiente legal e também da cultura predominante no país em que estão inseridas. Para La Porta *et al.* (2000) as leis que protegem os proprietários são diferentes entre os países e dificultam o processo de expropriação por parte dos gestores. Além disso, ao garantir os direitos dos acionistas tanto majoritários, quanto minoritários, os investidores são atraídos ao

mercado, aumentando assim a competitividade, estimulando o desenvolvimento do mercado e agregando valor às companhias.

Assim como as leis existentes no país favorecem as boas práticas de governança corporativa nas empresas, os incentivos privados também promovem a adoção das boas práticas. Isto porque a maioria dos incentivos busca fomentar o desenvolvimento do mercado com estímulos à maior participação dos investidores no mercado. No entanto, esta maior participação de investidores torna-se possível através de medidas que garantam seus direitos, o que por sua vez, é a base das boas práticas de governança corporativa. Dentre estes incentivos, destaca-se as ações realizadas por algumas bolsas de valores, como a de Frankfurt, na Alemanha, e a de São Paulo, no Brasil, que criaram segmentos voltados exclusivamente a empresas que adotam um conjunto de práticas de governança corporativa.

No Brasil, onde a estrutura de propriedade é altamente concentrada, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas majoritários e minoritários. A estrutura presente no país facilita a expropriação da riqueza dos pequenos investidores, tanto pelos gestores quanto pelos acionistas majoritários. Este fato afasta os pequenos investidores do mercado de capitais, dificultando o seu desenvolvimento. Para promover o desenvolvimento do mercado e atrair os pequenos investidores, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a Comissão de Valores Mobiliários, a Bolsa de Valores de São Paulo e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social unem forças para estimular a boa governança corporativa nas companhias.

Frente aos benefícios proporcionados pela boa governança corporativa espera-se que a adoção destas práticas esteja relacionada com maiores retornos e menores riscos aos investidores. Diante disto, o presente estudo verificou a existência da relação entre boa governança corporativa e maiores retornos e também entre tais práticas e menores riscos ao investidor.

Os principais resultados obtidos com os modelos de programação linear e de programação inteira mista que maximizam o retorno de uma carteira indicam que uma carteira formada por ações que estão no IGC proporcionam maior retorno ao investidor. Já os modelos, também baseados em programação linear e em programação inteira mista, que minimizam o risco de uma carteira, apontam maior risco para carteiras composta por ações que compõem o IBOVESPA.

Comparando-se os períodos, é possível analisar que os melhores resultados são obtidos para o ano de 2004, em que o bom desempenho do mercado refletiu maiores retornos e menores riscos para ambas as carteiras. Nota-se que os maiores retornos e menores riscos

ocorreram no ano de 2004, tanto para a carteira composta pelas ações do IGC quanto para a carteira formada pelas ações do IBOVESPA. Destacam-se os bons resultados da carteira das ações do IGC que apresentou melhor retorno que a carteira composta pelas ações do IBOVESPA para os dois modelos que maximizam o retorno, Modelo Maxmin e o que maximiza o retorno anual. Além disso, o modelo de minimização do risco da carteira também proporcionou melhores resultados para a carteira formada pelas ações do IGC, que obtiveram menores riscos.

Em 2004, o modelo Maxmin fornece um retorno mínimo mensal 2,22 vezes menor para a carteira formada pelas ações do IBOVESPA que para a carteira composta pelas ações que estão no IGC para o modelo de programação linear. Essa diferença chega a quase 5 vezes em 2005. Considerando os modelos de programação inteira mista, em que se exigiu no mínimo 10 ações na carteira, observa-se um retorno mínimo mensal 3,10 e 5,65 vezes menor para a carteira das ações pertencentes ao IBOVESPA em 2004 e 2005, respectivamente.

Já as carteiras resultantes do modelo que maximiza o retorno anual também apresentou melhor desempenho para a carteira formada pelas ações do IGC. Os modelos de programação linear garantiram 1,23 e 1,42 vezes mais retorno para a carteira das ações de empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado em 2004 e 2005, respectivamente. Analisando os resultados deste modelo, nos casos de programação inteira mista, observa-se que em 2004 o máximo retorno anual foi 1,29 vezes menor para a carteira formada pelas ações do IBOVESPA.

Analisando o desvio médio absoluto (MAD), considerado como medida de risco, observa-se que a carteira do IGC também possui um risco menor. Tanto os modelos de programação linear quanto os modelos de programação inteira mista apontaram para risco, aproximadamente, 2 vezes maior para a carteira composta pelas ações pertencentes ao IBOVESPA em 2004 e em 2005.

Apesar de 2005 ser considerado um ano em que o mercado obteve bom desempenho, observou-se retornos menores e riscos maiores que os obtidos para o ano de 2004. Tal fato pode ser explicado pela maior volatilidade das ações durante todo o ano de 2005, que está associada às incertezas no cenário econômico externo e às crises no cenário político interno. Vale ressaltar que, mesmo com desempenho inferior em 2005, a carteira formada pelas ações do IGC obteve resultados melhores e que a diferença entre estes resultados e os obtidos pela carteira formada pelas ações do IBOVESPA também foram maiores neste período. Isto pode sugerir que a medida que a instabilidade aumenta e, conseqüentemente, o risco aumenta, as ações do IGC tornam-se mais atrativas, já que caem numa proporção menor que as ações do

IBOVESPA. Esta queda mais suave pode indicar que as ações pertencentes ao IGC possuem menor volatilidade e com isto são mais seguras para os investidores.

Além disso, um outro fator que também pode ser analisado é que a maioria das ações da carteira formada com base no IGC é de empresas que estão listadas no Nível 1, o nível que tem as exigências mais fracas de governança corporativa. Mesmo com empresas que cumprem um conjunto mais fraco de práticas de governança corporativa, a carteira formada pelas ações do IGC garantiu melhor desempenho. Isto pode indicar que não são necessárias regras tão rígidas de governança corporativa para proporcionar maior retorno e menor risco ao investidor. No entanto, deve-se destacar que a escolha de poucas ações do Novo Mercado na carteira ocorre devido seu pequeno número na amostra utilizada. Das 63 ações do IGC consideradas, apenas 4 são listadas no Novo Mercado, 8 são listadas no Nível 2 e 51 são comercializadas no Nível 1.

Estes resultados sugerem que as exigências que devem ser cumpridas pelas empresas listadas no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado estão proporcionando ganhos adicionais para os investidores. As principais exigências são: manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; etc. Os retornos adicionais e o risco inferior obtidos pela carteira formada pelas ações do IGC apresentam evidências de uma relação com as regras adicionais que proporcionam benefício aos investidores e que devem ser atendidas pelas empresas que fazem parte do IGC.

Como a maioria das pesquisas acadêmicas, o presente trabalho possui limitações e são necessários estudos posteriores, considerando-se períodos mais recentes, para conclusões mais enfáticas e seguras sobre a relação entre as boas práticas de governança corporativa e maiores retornos e entre tais práticas e menores riscos aos investidores. É importante que trabalhos em continuidade à este busquem verificar se períodos seqüentes ao analisado proporcionam desempenho melhor ou pior que os apresentados aqui, evidenciando assim se realmente os segmentos de governança corporativa diferenciados estão associados à carteiras com melhor performance. Além disso, é interessante analisar, para períodos posteriores, se carteiras compostas apenas por ações do Novo Mercado proporcionam maiores retornos e menores riscos que carteiras compostas exclusivamente por ações do Nível 1 e do Nível 2, o que indicaria que exigências mais rígidas de governança corporativa poderiam garantir retornos

adicionais e menores riscos. De maneira análoga, é possível verificar o comportamento do risco das carteiras para anos posteriores.

Referências Bibliográficas

ACEMOGLU, D.; JONHSON, S. (2003). *Institutions, Corporate Governance, and Crises*. In: CORNELIUS, P.K.; KOGUT, B. (org). *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York: Oxford University Press. p. 327-346.

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

ANBID. (2006). *Mercado de capitais brasileiro registra volume recorde em 2005*. [http://www.anbid.com.br/Institucional/filesmng.nsf/032807F9DA8DD05D8325718C0046C180/\\$File/ReleaseMercadodeCapitais.pdf](http://www.anbid.com.br/Institucional/filesmng.nsf/032807F9DA8DD05D8325718C0046C180/$File/ReleaseMercadodeCapitais.pdf). Acesso em 14 de mai de 2007.

ASSAF NETO, A. (2000). *Mercado Financeiro*. 3 ed. São Paulo: Atlas.

BERLE, A.A.; MEANS, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

BCB. (2006). *Mercado Financeiro e de Capitais*. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap3p.pdf>. Acesso em 14 de mai de 2007.

BLAIR, M.M. (2003). *Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance*. In: CORNELIUS, P.K.; KOGUT, B. (org). *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York: Oxford University Press. p. 53-82.

BNDES. (2006a). *A economia brasileira e o mercado de capitais*. Disponível em http://www.bndes.gov.br/empresa/download/apresentacoes/fiocca_ibef.pdf. Acesso em 14 de mai de 2007.

BNDES. (2006b). *Mercado de Capitais*. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/mercado/default.asp>. Acesso em 12 de jun de 2006.

BOLTON, P.; SCHARFSTEIN, D.S. (1998). *Corporate finance, the theory of the firm, and organizations*. The journal of Economic Perspective, v. 12, n. 4, p. 95-114.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, F.B. (2005). *Aspectos das governança corporativa moderna no Brasil*. Revista do BNDES, dez. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativ a>. Acesso em 04 de mai de 2006.

BOVESPA. (2001). *IGC*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IGC.pdf>. Acesso em 27 de mai de 2006.

- BOVESPA. (2006a). *Regulamento Nível 1*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.
- BOVESPA. (2006b). *Regulamento Nível 2*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.
- BOVESPA. (2006c). *Regulamento Novo Mercado*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.
- BOVESPA. (2006d). *Relatório Anual 2005*. Disponível em http://www.bovespa.com.br/PDF/RA_VersaoCompleta.pdf. Acesso em 28 de mai de 2007.
- BOVESPA. (2007). *Boletim Informativo*. Ano 6, v. 101, mar. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimInformativo83.pdf>. Acesso em 09 de abr de 2007.
- BRASIL. (2001). *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 01 nov. Seção 1, p. 4-9.
- BROWN, L.D.; CAYLOR, M.L. (2004). *Corporate governance and firm performance*. Disponível em <http://www.issproxy.com/pdf/Corporate%20Governance%20Study%201.04.pdf>. Acesso em 20 de mar de 2006.
- CADBURY REPORT. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Disponível em <http://www.blindtiger.co.uk/IIA/uploads/2c9103-ea9f7e9fbe--7e3a/Cadbury.pdf>. Acesso em 16 de mar de 2006.
- CANTIDIANO, L.L. (2005). *Aspectos regulatórios do mercado de capitais*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 217-224.
- CARNEIRO, D.D. (2001). *Crescimento de longo prazo e a lei das SAs*. Revista da CVM, dez. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/crescimento.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.
- CARVALHO FILHO, E. (2005). *Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 263-272.
- CVM. (2006). *A CVM*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 26 de jun de 2006.
- CVM. (2002). *Recomendações sobre governança corporativa da CVM*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em 03 de mai de 2006.

DYCK, A.; ZINGALES, L. (2002). *Private benefits of control: an international comparison*. Disponível em <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers/intpbenefit2.pdf>. Acesso em 27 de abr de 2006.

EASTERBROOK, F.H. (1984). *Two agency-cost explanations of dividends*. The American Economic Review, v. 74, n. 4, p. 650-659, set.

FAMA, E.F. (1980). *Agency problems and theory of the firm*. The Journal of Political Economy, v. 88, n. 2, p. 288-307, abr.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. (1983). *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, v. 26, jun.

GORGA E. (2004). *A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais*. Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 39, n.4, p.309-326, out/nov/dez.

GUGLER, K.; MUELLER, D.C.; YURTOGLU, B.B. (2003). *The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries*. The Economic Journal, n. 113, nov.

HADDAD, C.L.S. (2005). *Experiência Internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 181-186.

HART, O. (1995). *Corporate governance: some theory and implications*. The Economic Journal, v. 105, n.430, p. 678-689, mai.

HESS, G. (1971). *Finanças e Mercado de Capitais no Brasil*. 3 ed Rio de Janeiro: Fórum editora.

HOLMSTROM, B.; KAPLAN, S. (2001). *Corporate Governance and merger activity in the United States: making sense of the 1980s and 1990s*. Journal of Economic Perspectives, v. 15, n.2, p. 121-144.

HUBBARD, R.G. (1998). *Capital-market imperfections and investment*. Journal of Economic Literature, v. 36, n. 1, p. 193-225, mar.

IBGC. (2006a). *Objetivos*. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=16&IDp=1>. Acesso em 13 de jun de 2006.

IBGC. (2006b). *Uma década de governança corporativa – história do IBGC, marcos e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul Editora: Saraiva.

IBGC. (2004). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=864&IDp=3>. Acesso em 13 de jun de 2006.

JENSEN, M.C. (2001). *Value Maximization Stakeholder theory, and the corporate objective function*. Journal of Applied Corporate Finance, v. 14, n. 3, p. 8-21.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics.

JENSEN, M.C.; SMITH JR., C.W. (1984). *The theory of corporate finance: a historical overview*. New York: McGraw-hill Inc., p2-20.

JONHSTON, M.J. (2003). *Portfolio Investment in emerging markets: an investor's perspective*. In: CORNELIUS, P.K.; KOGUT, B. (org). *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York: Oxford University Press. p. 371-382.

KLOCK, M.S.; MANSI, S.A.; MAXWELL, W.F. (2004). *Does corporate governance matter to bondholders?* Journal of Financial and Quantitative Analysis, jul.

LA PORTA, R. *et al.* (2002). *Investor protection and corporate valuation*. The Journal of Finance, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun.

LA Porta, R. *et al* (2000). *Agency problems and dividends around the world*. The Journal of Finance, v. 55, n. 1, p. 1-33.

LA PORTA, R. *et al.* (1999). *Corporate ownership around the world*. Journal of Financial Economics, v. 3.

LA PORTA, R. *et al.* (1998). *Law and Finance*. The Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez.

LEAL, R.P.C. (2004). *Governance practices and corporate value: a recent literature survey*. Revista de Administração da USP, v. 39, n. 4, p. 327-337, out/nov/dez.

LEAL, R.; VALADARES, S. (2002). *Ownership and control structure of Brazilian companies*. Unpublished working paper. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409. Acesso em 02 mai 2006.

LETHBRIDGE, E. (1997). *Governança Corporativa*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, dez. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativa>. acesso em 03/05/06.

LEVINE, R. (1997). *Financial development and economic growth: views and agenda*. Journal of Economic Literature, v. 35, n. 2, p. 688-726, jun.

- LUENBERGER, D.G (1984). *Linear and Nonlinear Programming*. Addison Wesley.
- MALLIN, C.A. (2004) *Corporate governance*. New York: Oxford University Press.
- MARKOWITZ, H. (1952) *Portfolio selection*. The Journal of Finance, v. 7, n. 1, p. 77-91, mar.
- MCKINSEY. (2002). *Global investor opinion survey: key findings*. Disponível em <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/globalinvestoropinionsurvey2002.pdf>. Acesso em 04 de mai de 2006.
- MCKINSEY. (2000). *Investor Survey on Corporate Governance*. Disponível em <http://www.mckinsey.com>. Acesso em 04 de mai de 2006.
- MCKINSEY; KORN/FERRY. (2001). *Panorama da governança corporativa no Brasil*. Disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/kf_mck_governan.pdf. Acesso em 04 de mai de 2006.
- MELLO Jr, L.R. (2000). *A privatização no Brasil: privatização e governança empresarial no Brasil*. Revista do BNDES, fev. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativa>. Acesso em 04 de mai de 2006.
- MENDONÇA, L.R.; MACHADO FILHO, C.A.P. (2004). *Governança nas organizações do terceiro setor: considerações teóricas*. Revista de Administração da USP, v. 39, n. 4, p. 302-308, out/nov/dez.
- MÔNACO D.C. (2000). *Estudo da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.
- OECD. (2004). *Principles of Corporate Governance*. Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/41/32/33647763.pdf>. Acesso em 16 de mar de 2006.
- OKIMURA, R.T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.
- OLIVEIRA, M.D. (1983). *Introdução ao Mercado de Ações: o que é, para que serve, sua importância*. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores.
- OLIVEIRA FILHO, L.C. (2005). *A auto-regulação e o mercado de capitais*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 225-233.

PAPAHRISTODOULOU, C.; DOTZAUER, E. (2004). *Optimal portfolios using linear programming models*. Journal of the Operational Research Society, v. 55, n. 11, p. 1169-1177.

PEIXE, F.C.D. (2003). *Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa*. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.

PEREIRA J.O. (2005). *Habemus Mercado*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 249-258.

PINHEIRO, A.C. (2005). *Em direção a uma agenda de reformas*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 275-295.

RABELO, F.; SILVEIRA, J.M. (1999). *Estrutura de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Texto para discussão, Instituto de Economia – Universidade Estadual de Campinas, n. 77, jul.

RIBEIRO NETO, R.M.; FAMA, R. (2002). *Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado*. Revista de Administração da USP, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, jan/mar.

ROCCA, C.A. (2001). *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais: um balanço preliminar*. Revista da CVM, dez. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/solucoes.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.

ROCHA, B. (2005). *Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 235-248.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S. (2004). *Governança corporativa e limites para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: análise do risco Brasil*. Curitiba: XXVIII EnAnpad, set.

SANTANA, M.H. (2001). *O novo mercado e a governança corporativa*. Revista da CVM, dez. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/novomercado.pdf>. Acesso em 03 de mai de 2006.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1997). *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783.

SIFFERT FILHO, N. (1998). *Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Revista do BNDES, jun. Disponível em

<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativ>
a. Acesso em 03 de mai de 2006.

SIFFERT FILHO, N.; SILVA, C.S. (1999). *A economia brasileira nos anos 90: as grandes empresas nos anos 90: repostas estratégicas a um cenário de mudanças*. Revista do BNDES, jun. Disponível em
<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativ>
a. Acesso em 04 de mai de 2006.

SILVA, A.L.C. (2004). *Governança corporativa, valor alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras*. Revista de Administração da USP, v. 39, n. 4, p. 348-361, out/nov/dez.

SILVEIRA, A.M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese (doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.

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

SINGH, A. (2003). *Competition, corporate governance and selection in emerging markets*. The economic journal, nov.

SIQUEIRA, T.V. (1998). *Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto*. Revista do BNDES, dez. Disponível em
<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/resposta.asp?setorTema=Governan%E7a+Corporativ>
a. Acesso em 03/05/06.

SOARES, C.R.P. (2003). *O impacto da governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: o caso do papel e celulose, 2000 a 2003*. Dissertação (mestrado) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo. Piracicaba – SP.

VIEIRA, E.R.; CORRÊA, V.P. (2002). *Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes*. Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimentos, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza – CE, jul.

VIEIRA, S.P.; MENDES, A.G.S.T. (2004). *Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n.22, p. 103-122, dez.

TIROLE, J. (2001). *Corporate Governance*. Econometrica, v. 69, n. 1, p. 1-35, jan.

TEIXEIRA, N. (2005). *O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios*. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (org). Mercado de Capitais e Crescimento econômico: lições internacionais, desafios econômicos. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 113-158.

WILLIAMSON, O.E. (1988). *Corporate Finance and Corporate Governance*. The Journal of Finance, v. 43, n. 3, p. 567-591, j

Anexo

Tabela A – Ações que compõem o IGC (maio/agosto – 2006)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part.(%)	Segmento	Data de Entrada
ALPA3	ALPARGATAS	ON	3.563.660	0,078	Nível 1	15/07/2003
ALPA4	ALPARGATAS	PN	8.258.358	0,201	Nível 1	15/07/2003
ARCZ3	ARACRUZ	ON	15.507.357	0,048	Nível 1	16/04/2002
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	449.781.495	1,331	Nível 1	16/04/2002
ARCE3	ARCELOR BR	ON	221.512.586	2,204	Nível 1	23/12/2005
BBDC3	BRADESCO	ON	176.395.294	3,263	Nível 1	26/06/2001
BBDC4	BRADESCO	PN	463.798.651	9,54	Nível 1	26/06/2001
BRAP3	BRADESPAR	ON EJ	9.998.574	0,216	Nível 1	26/06/2001
BRAP4	BRADESPAR	PN EJ	55.449.642	1,171	Nível 1	26/06/2001
B RTP3	BRASIL T PAR	ON *	50.701.951.327	0,418	Nível 1	09/05/2002
B RTP4	BRASIL T PAR	PN *	215.416.165.925	0,931	Nível 1	09/05/2002
BRTO3	BRASIL TELECOM	ON *ES	2.320.668.784	0,014	Nível 1	09/05/2002
BRTO4	BRASIL TELECOM	PN *ES	178.579.712.726	0,507	Nível 1	09/05/2002
BRKM3	BRASKEM	ON	19.227.933	0,061	Nível 1	13/02/2003
BRKM5	BRASKEM	PNA	165.454.139	0,629	Nível 1	13/02/2003
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	233.636.808	1,105	Novo Mercado	01/02/2002
CLSC6	CELESC	PNB ED	622.121.836	0,268	Nível 2	26/06/2002
CMIG3	CEMIG	ON *ED	11.385.555.456	0,237	Nível 1	17/10/2001
CMIG4	CEMIG	PN *ED	89.455.444.194	2,258	Nível 1	17/10/2001
HGTX4	CIA HERING	PN	8.629.413	0,007	Nível 1	13/12/2002
CNFB4	CONFAB	PN EDB	211.275.597	0,251	Nível 1	19/12/03
DURA4	DURATEX	PN EB	69.401.104	0,412	Nível 1	05/05/05
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	10.969.996.867	0,293	Nível 2	13/12/04
ETER3	ETERNIT	ON	48.421.440	0,14	Nível 2	02/03/05
ETER4	ETERNIT	PN	3.404.227	0,01	Nível 2	02/03/05
FRAS4	FRAS-LE	PN	16.647.459	0,025	Nível 1	11/11/04
GGBR3	GERDAU	ON	48.603.274	0,349	Nível 1	26/06/01
GGBR4	GERDAU	PN	307.895.103	2,869	Nível 1	26/06/01
GOAU3	GERDAU MET	ON	23.912.639	0,247	Nível 1	25/06/03
GOAU4	GERDAU MET	PN	122.092.828	1,353	Nível 1	25/06/03
MYPK4	IOCHP-MAXION	PN	25.061.989	0,122	Nível 1	10/11/2005
ITAU3	ITAUBANCO	ON EJ	61.835.817	0,906	Nível 1	26/06/01
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	501.980.690	8,533	Nível 1	26/06/01
ITSA3	ITAUSA	ON ES	476.266.567	1,169	Nível 1	26/06/01
ITSA4	ITAUSA	PN ES	1.640.070.129	4,039	Nível 1	26/06/01
KLBN4	KLABIN S/A	PN	489.113.558	0,676	Nível 1	10/12/02
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	27.855.918.178	0,115	Novo Mercado	28/07/05
MGEL4	MANGELS INDL	PN ED	4.777.235	0,01	Nível 1	21/03/03
POMO4	MARCOPOLO	PN	99.621.937	0,157	Nível 2	03/09/02
NETC4	NET	PN	2.933.316.949	0,955	Nível 2	27/06/02
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN *ED	51.776.069.781	1,08	Nível 1	29/04/03
RAPT4	RANDON PART	PN ED	101.439.224	0,218	Nível 1	26/06/01
RPSA4	RIPASA	PN ED	150.079.128	0,196	Nível 1	12/11/01
RSID3	ROSSI RESID	ON ED	89.248.564	0,506	Nível 1	05/02/03
SBSP3	SABESP	ON *	28.332.131.882	1,494	Novo Mercado	24/04/02

SDIA4	SADIA S/A	PN	393.878.003	0,57	Nível 1	26/06/01
SLED4	SARAIVA LIVR	PN	27.706.114	0,158	Nível 2	07/04/2006
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA	92.567.001	0,353	Nível 1	05/08/04
SZPQ4	SUZANO PETR	PN ED	80.480.491	0,08	Nível 2	25/11/04
TBLE3	TRACTEBEL	ON ED	408.223.460	1,816	Novo Mercado	09/11/2005
TRPL3	TRAN PAULIST	ON *ED	22.299.774.841	0,154	Nível 1	18/09/02
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *ED	72.715.264.276	0,432	Nível 1	18/09/02
UGPA4	ULTRAPAR	PN	30.631.686	0,287	Nível 1	27/10/2005
UBBR11	UNIBANCO	UNT EJ	531.824.192	4,523	Nível 1	26/06/01
UBBR3	UNIBANCO	ON EJ	22.065.363	0,202	Nível 1	26/06/01
UBBR4	UNIBANCO	PN EJ	27.191.816	0,098	Nível 1	26/06/01
UNIP3	UNIPAR	ON EDB	90.079.771	0,047	Nível 1	24/11/04
UNIP6	UNIPAR	PNB EDB	402.318.756	0,188	Nível 1	24/11/04
VCPA4	V C P	PN	84.829.540	0,74	Nível 1	14/11/01
VALE3	VALE R DOCE	ON	293.367.356	8,113	Nível 1	12/12/03
VALE5	VALE R DOCE	PNA	415.351.945	9,929	Nível 1	12/12/03
VGOR4	VIGOR	PN *ED	41.872.573	0,005	Nível 1	04/10/01
WEGE4	WEG	PN	190.309.226	0,418	Nível 1	26/06/01

Fonte: tabela baseada em dados publicados no *site* da BOVESPA

Tabela B – Ações que compõem o IBOVESPA (maio/agosto – 2006)

Empresa	Código	Tipo	Qtde. Teórica	Part.(%)
ACES4	ACESITA	PN ED	5,428499728	0,511
AMBV4	AMBEV	PN *ES	0,51869843	1,234
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	32,86632334	0,932
ARCE3	ARCELOR BR	ON	18,07243396	1,724
BBDC4	BRADERCO	PN	21,59278444	4,258
BRAP4	BRADSPAR	PN EJ	6,190124825	1,254
BBAS3	BRASIL	ON ED	6,221364373	0,935
B RTP3	BRASIL T PAR	ON *	7,467154566	0,59
B RTP4	BRASIL T PAR	PN *	18,9259818	0,784
BRTO4	BRASIL TELECOM	PN *ES	65,97100685	1,797
BRKM5	BRASKEM	PNA	80,57729039	2,935
CMET4	CAEMI	PN	380,1468905	3,617
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	18,08160818	0,82
CLSC6	CELESC	PNB ED	185,5960297	0,768
CMIG3	CEMIG	ON *ED	0,939973481	0,188
CMIG4	CEMIG	PN *ED	8,996710391	2,177
CESP4	CESP	PN *	6,84388947	0,427
CGAS5	COMGAS	PNA*EDS	0,52830707	0,379
CPLE6	COPEL	PNB*EJ	24,23899884	1,375
ELET3	ELETROBRAS	ON *ED	8,459697626	1,255
ELET6	ELETROBRAS	PNB*ED	18,13410824	2,462
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	1,807455388	0,463
EMBR3	EMBRAER	ON	8,077480513	0,39
EMBR4	EMBRAER	PN	16,06311848	0,802
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *ED	154,5564623	2,125
GGBR4	GERDAU	PN	35,37684162	3,161
GOAU4	GERDAU MET	PN	10,89517577	1,158
PTIP4	IPIRANGA PET	PN EB	12,85100756	0,589

ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	17,3690927	2,83
ITSA4	ITAUSA	PN ES	68,05797436	1,607
KLBN4	KLABIN S/A	PN	42,08346149	0,558
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	15,44327982	0,613
NETC4	NET	PN	724,1040534	2,26
PETR3	PETROBRAS	ON	16,79519726	2,123
PETR4	PETROBRAS	PN	98,47049897	11,278
SBSP3	SABESP	ON *	1,532822755	0,775
SDIA4	SADIA S/A	PN	89,14406326	1,237
CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	20,57591833	3,66
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	5,763400729	0,567
TNLP3	TELEMAR	ON ED	5,527456966	1,164
TNLP4	TELEMAR	PN ED	70,12383511	6,567
TMAR5	TELEMAR N L	PNA ED	6,840460038	0,985
TMCP4	TELEMIG PART	PN *EDS	48,31930053	0,56
TLPP4	TELESP	PN	3,72764743	0,459
TCSL3	TIM PART S/A	ON *	14,63226124	0,334
TCSL4	TIM PART S/A	PN *	52,13748773	1,04
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *ED	8,698978555	0,496
UBBR11	UNIBANCO	UNT EJ	19,90953656	1,623
USIM5	USIMINAS	PNA	26,47503585	5,215
VCPA4	V C P	PN	11,98800705	1,002
VALE3	VALE R DOCE	ON	8,53594452	2,263
VALE5	VALE R DOCE	PNA	36,66023399	8,401
VIVO4	VIVO	PN	106,2400034	2,274

Fonte: tabela baseada em dados publicados no *site* da BOVESPA

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](#)