

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO
ESCOLA DE NEGÓCIOS**

SAMIR ALESSANDRO DE ANDRADE SILVEIRA

**A INFLUÊNCIA DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO RISCO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO**

CURITIBA

2010

SAMIR ALESSANDRO DE ANDRADE SILVEIRA

**A INFLUÊNCIA DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
NO RISCO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Área de concentração: Administração Estratégica, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva

CURITIBA

2010

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central

S587i
2010

Silveira, Samir Alessandro de Andrade

A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto / Samir Alessandro de Andrade Silveira ; orientador, Wesley Vieira da Silva. – 2010.

82 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2010

Bibliografia: f. 76-80

1. Governança corporativa. 2. Capital (Economia). 3. Administração de empresas. I. Silva, Wesley Vieira da. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDD 20. ed. – 658.4

TERMO DE APROVAÇÃO

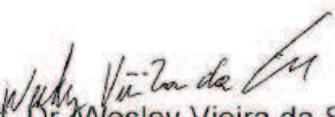
**A INFLUÊNCIA DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA NO RISCO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO**

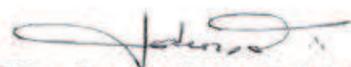
Por

SAMIR ALESSANDRO DE ANDRADE SILVEIRA

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Administração Estratégica, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.


Prof. Dr. Heitor Takashi Kato
Diretor do Programa de Pós-Graduação em Administração


Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva
Presidente


Prof. Dr. Jansen Maia Del Corso
Examinador


Prof. Dr. Lauro Brito de Almeida
Examinador

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Níveis de Governança Corporativa e grau de compromisso assumido.....	23
Figura 2 - Evolução do IBOVESPA <i>versus</i> IGC <i>versus</i> IBRX 50.....	26
Figura 3 - Relação entre o principal e o agente.....	28
Figura 4 - Relação entre retorno esperado e risco	33
Figura 5 - Classificação de risco	34
Figura 6 - A fronteira eficiente de Markowitz	39
Figura 7 - Diversificação de Investimentos.....	40
Figura 8 - Risco diversificável <i>versus</i> risco não-diversificável	41
Figura 9 - Relação risco <i>versus</i> retorno esperado para diferentes correlações	43
Figura 10 - População e amostra da pesquisa	50
Figura 11 - Segmentação antes e após o evento da adesão as práticas de governança.....	54
Figura 12 - Carteiras ingênuas, a partir das amostras	55
Figura 13 - Carteira ingênuas A – divisão proporcional dos recursos financeiros.....	55
Figura 14 - Carteira ingênuas B - divisão proporcional dos recursos financeiros	56
Figura 15 - Carteiras de mínimo risco, a partir das amostras.....	56
Figura 16 - Comparação entre os ativos frente ao evento	57
Figura 17 - Comparação da carteira ingênuas “A” frente ao evento	58
Figura 18 - Comparação da carteira ingênuas “B” frente ao evento	58
Figura 19 - Comparação da carteira de mínimo risco “A” frente ao evento	58
Figura 20 - Comparação da carteira de mínimo risco “B” frente ao evento	58
Figura 21 - Comportamento do mercado (Ibovespa) frente ao evento.....	59
Figura 22 - Box-Whisker para a amostra1 antes do evento	60
Figura 23 - Box-Whisker para a amostra1 após o evento	61
Figura 24 - Box-Whisker para a amostra 2 antes do evento	61
Figura 25 - Box-Whisker para a amostra 2 após do evento	62
Figura 26 - Otimização da carteira ingênuas “A” - proporções ótimas dos recursos financeiros.....	63
Figura 27 - Otimização da carteira ingênuas “B” - proporções ótimas dos recursos financeiros.....	63
Figura 28 - Risco individual dos ativos da amostra 1 no período anterior e posterior ao evento.....	64

Figura 29 - Risco individual dos ativos da amostra 2 no período anterior e posterior ao evento.....	65
Figura 30 - Risco da carteira ingênua “A” e mínimo risco “A” - período anterior e posterior ao evento.....	66
Figura 31 - Carteira ingênua “A” e carteira de mínimo risco “A” - retorno e coeficiente beta	66
Figura 32 - Risco da carteira ingênua “B” e mínimo risco “B” - período anterior e posterior ao evento.....	67
Figura 33 - Carteira ingênua “B” e carteira de mínimo risco “B” - retorno e coeficiente beta	68
Figura 34 - Risco da carteira da carteira de mercado no período anterior e posterior ao evento.....	68
Figura 35 - Retorno da carteira de mercado no período anterior e posterior ao evento	69

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estudos de Governança Corporativa	21
Quadro 2 - Relações de agência.....	29
Quadro 3 - Empresas da amostra 1 que aderiram a Governança Corporativa da Bovespa	51
Quadro 4 - Empresas da amostra 2 que Não aderiram a Governança Corporativa da Bovespa	51

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Teste de Fisher para a carteira ingênua A	71
--	----

LISTA DE ABREVIATURA DE SIGLAS

ANBID	- Associação Nacional dos Bancos de Investimentos;
BNDES	- Banco Nacional do Desenvolvimento;
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo;
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários;
GC	- Governança Corporativa;
IASC	- <i>International Accounting Standards Committee</i> ;
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa;
IBOV	- Índice da Bolsa de Valores de São Paulo;
IGC	- Índice de Governança Corporativa;
MTC	- Moderna Teoria de Carteiras;
NDGC	- Níveis Diferenciados de Governança Corporativa;
OECD	- <i>Organization for Economic Co-operation and Development</i> ;
RF	- Taxa Livre de Risco;
RM	- Retorno do Índice Representativo do Mercado de Capitais Brasileiro
SELIC	- Sistema Especial de Liquidação e de Custódia;
U.S GAAP	- <i>Generally Accepted Accounting Principles in the United States</i> ;
www	- <i>World Wide Web</i> .

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA.....	10
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA	13
1.3.1 Objetivo geral	13
1.3.2 Objetivos específicos	13
1.4 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA.....	14
1.5 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA	16
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	18
2.1 O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	18
2.2 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA	22
2.3 O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	25
2.3.1 Critério de ponderação do IGC	27
2.4 A TEORIA DA AGÊNCIA.....	27
2.5 A RELAÇÃO RISCO E RETORNO	32
2.6 A MODERNA TEORIA DE CARTEIRAS DE MARKOWITZ	36
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	45
3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA	45
3.1.1 Hipóteses de pesquisa	45
3.2 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	45
3.2.1 Variáveis independentes	46
3.2.2 Variáveis dependentes	47
3.3 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	48
3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA	50
3.5 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS.....	51
3.5.1 Segmentação do período pesquisado	53
3.5.2 Construção dos cenários alternativos	54
3.5.2.1 Metodologia de comparação	57
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS	60
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA	60

4.2 RESULTADOS DO PROCESSO DE OTIMIZAÇÃO DAS CARTEIRAS	62
4.3 ANÁLISE DA <i>PERFORMANCE</i> DOS ATIVOS E DAS CARTEIRAS	64
4.4 RESUMO DOS RESULTADOS.....	69
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES	73
REFERÊNCIAS.....	76
APÊNDICE A - COTAÇÕES MENSAS NO PERÍODO ANTERIOR AO EVENTO ..	81
APÊNDICE B - COTAÇÕES MENSAS NO PERÍODO POSTERIOR AO EVENTO	82

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA

O cenário brasileiro, nos últimos anos, vem passando por significativas transformações, principalmente pela alta competitividade e pelo elevado grau de globalização presente no mercado mundial, que remete a inúmeros investidores internacionais na busca de boas oportunidades no país.

Entretanto, estes não estão somente preocupados em buscar oportunidades de investimentos e sim oportunidades em um ambiente favorável. Estas preocupações são reflexo do panorama internacional, principalmente após os escândalos financeiros envolvendo grandes empresas norte-americanas, como as companhias de energia Enron e a de telefonia WorldCom, indutores da formulação e posterior aprovação da Lei Sarbanes-Oxley. Mais recentemente, a crise denominada de *subprime*, a qual teve como um dos seus reflexos, quebra de empresas e retração de crédito da economia global.

Nesse contexto, as organizações na busca de se tornarem mais competitivas e de criarem um ambiente propício a recepção do capital externo e interno, passam a adotar boas práticas de Governança Corporativa, a qual tem como seus principais pilares: transparência, prestação de contas, equidade, ética, cumprimento das leis e independência dos conselhos.

Nos últimos anos, visando auxiliar as organizações a convergirem neste sentido, foram aprimorados e elaborados códigos de conduta, tais como alterações na Lei das S/A, a nova lei das falências, a atuação de importantes agentes do mercado de capitais (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, Associação Nacional dos Bancos de Investimentos - ANBID, Banco Nacional do Desenvolvimento - BNDES, Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa e Comissão de Valores Mobiliários – CVM) com o intuito de fornecer incentivos, mecanismos e recomendações de melhores práticas de governança as empresas.. Por fim, como parte resultante deste processo foi a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Níveis I e II) da Bovespa em dezembro de 2000.

O principal objetivo da criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é fortalecer o mercado acionário, proporcionar aos

investidores um ambiente de maior transparência, proteger os acionistas minoritários e, conseqüentemente, favorecer as organizações. As empresas, voluntariamente, por meio de um contrato, aderem às regras de Governança Corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação do mercado de capitais.

Segundo a BOVESPA (2009), as empresas ao aderirem ou migrarem para níveis diferenciados de Governança Corporativa ou para o Novo Mercado trazem benefícios para si próprias e benefícios externos (investidores, mercado acionário e ao país). Essas empresas melhoram a sua imagem institucional, aumentam a demanda por suas ações valorizando-as e reduzem os seus custos de capital. Carvalho (2002) define o Novo Mercado e os Níveis I e II como um selo de qualidade.

Quando discorre-se sobre Governança Corporativa não se pode deixar de abordar o problema de agência e seus custos. Governança Corporativa e teoria da agência são assuntos correlatos, uma vez que ambos abordam o relacionamento entre proprietários e gestores.

De acordo com Hendriksen e Breda (1999), a Teoria da Agência busca explicar a relação entre dois ou mais indivíduos. Um destes indivíduos é um agente do outro, chamado de principal. O agente contratado compromete-se a realizar certas tarefas para o principal; o principal compromete-se a remunerar o agente.

Porém, Jensen e Meckling (1976) comentam que ambas as partes, agem tendo em busca a maximização de suas utilidades pessoais, resultando assim em conflitos. Os autores defendem que é impossível assegurar que o agente sempre agirá no melhor interesse para o principal.

Para Shleifer e Vishny (1997, apud SIRQUEIRA; KALATZIS; TOLEDO, 2006), 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 lucrativos. Assim, a Governança Corporativa por se tratar de mecanismos e procedimentos, com o principal objetivo de garantir direitos aos acionistas contra abusos dos gestores e, também, de igualar os direitos dos acionistas minoritários em relação aos acionistas majoritários, torna-se um essencial instrumento para minimizar os efeitos causados pelo problema de agência.

Segundo Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007):

[...] 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.

Com base nesta afirmação, Governança Corporativa pode ser definida não somente como procedimentos e mecanismos de gestão, mas também como uma grande disciplinadora das relações existentes entre os acionistas, gestores, controladores, além de todos os outros *stakeholders* envolvidos no negócio (clientes, fornecedores, funcionários, órgãos reguladores, sociedade e outros).

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2005) com o aumento da transparência proposta pela Governança Corporativa, a empresa deverá reduzir os custos de capitais em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estarão dispostos a investir.

Com base nos argumentos expostos anteriormente, e apoiado na literatura especializada em finanças, a qual aponta que empresas com boas práticas de Governança Corporativa possuem um maior retorno e um menor risco para os investidores, isso remete a sobrepensar qual é a real percepção do mercado em relação a estas empresas. Nesse sentido, Rogers (2006) mostra que:

[...] os mecanismos de controle visam minimizar os conflitos de interesses existentes entre agentes e principais [...] ou, de outra forma, ao se estabelecer normas, condutas e regras que assegurem que os provedores de capital tenham o seu retorno exigido, as ações das empresas podem ser valorizadas, ao haver maior demanda, pelos investidores, de ações de empresas mais comprometidas com melhores práticas de Governança Corporativa.

Autores como Andrade e Rossetti (2006) dentre outros, compartilham deste mesmo entendimento, mencionando que “boas práticas de Governança Corporativa permitem uma melhor gestão, maximizando a riqueza para os acionistas”, Hitt Hoskisson e Ireland (2002) complementam “a Governança Corporativa preocupa-se em identificar maneiras que garantam que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente”.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A principal característica de um problema científico é explicar como duas ou mais variáveis estão relacionadas. Para Kerlinger (1996, p. 33):

[...] uma questão de valor pergunta qual de duas ou mais coisas é melhor ou pior que outra, ou se alguma coisa sob consideração é boa, má, desejável, indesejável ou moralmente certa ou errada.

Já Creswell (2007) aborda a ideia da problematização da pesquisa sob a ótica de questões que o pesquisador deverá colocar-se. Em estudos quantitativos, as questões deverão moldar o objeto de estudo a fim de estabelecer possíveis relações entre as variáveis adotadas.

Assim, em face às considerações expostas nesta introdução, o presente trabalho busca responder à seguinte pergunta de pesquisa:

A adesão às práticas de Governança Corporativa influencia no risco das ações das empresas de capital aberto no Brasil?

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

Os objetivos desta proposta de pesquisa definem a condição que se pretende obter, direcionando quanto ao propósito para qual o estudo será elaborado. Creswell (2007) declara que a descrição do objetivo é a parte mais importante de um estudo e deverá ser clara e concisa, sendo este subdividido em geral e os específicos, tal como pode ser visto a seguir:

1.3.1 Objetivo geral

Avaliar a influência da adesão às práticas de Governança Corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa.

1.3.2 Objetivos específicos

Visando alcançar o objetivo geral definido anteriormente, foram estabelecidos

os seguintes objetivos específicos:

- a) construir carteiras hipotéticas de ativos pautando-se nas empresas que estão listadas em um dos níveis de Governança Corporativa;
- b) construir carteiras hipotéticas de ativos pautando-se nas empresas que não estão listadas em um dos níveis de Governança Corporativa;
- c) otimizar as carteiras hipotéticas formuladas sob a ótica do modelo de Markowitz;
- d) comparar estatisticamente o desempenho das carteiras ingênuas com a carteira de mínimo risco.

A seguir, são apresentadas as justificativas teóricas e práticas para a elaboração do presente trabalho, ou seja, qual a sua contribuição para as empresas brasileiras, bem como para o mercado financeiro e o enriquecimento da teoria que o cerca.

1.4 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

Nesta etapa da pesquisa, busca-se justificar a razão da escolha do tema e a sua importância para o desenvolvimento da área em questão, tanto em termos acadêmicos quanto nos seus aspectos de utilidade social.

De acordo com Salomon (2001) as justificativas de um trabalho devem conter a defesa, onde se descreve o motivo principal para a sua execução, assim como a exposição dos interesses envolvidos, onde busca-se dar uma ideia da importância acerca do tema pesquisado.

O termo Governança Corporativa, surgiu na década de 90, e rapidamente se espalhou para o restante do mundo. O seu surgimento está relacionado com o desejo de resolver os conflitos de agência entre proprietário e o agente. Devido a isso, o assunto tornou-se muito discutido no ambiente corporativo.

No Brasil diversas entidades do mercado buscaram incentivar a adoção de tais práticas, com destaque para criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas (S/A) por imposição do governo e a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa por parte da Bovespa. Essas ações decorrem da premissa que, a adoção de tais

práticas gera um instrumento crucial para aumentar a eficiência econômica, visto que reduzem a incerteza, incentivam os negócios, aumentam a confiança do investidor e favorecem o crescimento do mercado.

A OCDE afirma que “as práticas de Governança Corporativa reduzem o risco de corrupção e aumenta a confiança, o que conseqüentemente torna o mercado mais ativo”. Desta forma, com um mercado de capital mais forte, as empresas brasileiras encontram uma alternativa para a captação de fontes de financiamento, vitais para a expansão de seus negócios, reduzindo assim os seus custos de capital.

Outra ideia bastante difundida e justificável para a adoção de tais práticas é de que o investidor teria um interesse maior por estas empresas e estaria disposto a pagar um melhor preço (prêmio) pelos seus ativos, principalmente pelo fato destas possuírem uma melhor proteção legal ao acionista e disponibilizarem um conjunto de informações mais assimétricas.

De acordo com a Bovespa (2009), empresas com boas práticas de Governança Corporativa fornecem maior credibilidade ao mercado e por conseqüência aumentam a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações. Neste contexto, as empresas buscam melhorar sua imagem perante o mercado e aos investidores, aumentar a valorização de suas ações e se tornarem mais competitiva por meio de uma transparência na execução de seus negócios.

Em termos práticos, a adesão de tais práticas por parte das empresas brasileiras, pode ser entendida como uma estratégia gerencial definida com o intuito de se tornar competitiva e de criar um ambiente propício para a recepção de investidores, reduzindo o custo com a captação de recursos. Para Melis (2004) a adoção das boas práticas de Governança Corporativa pode trazer uma melhoria na visão do mercado em relação às empresas.

Assim, dada a importância deste assunto para a comunidade acadêmica e empresarial, e também diante da pequena quantidade de pesquisas empíricas a respeito deste assunto no Brasil, os resultados de estudo são importantes sob o ponto de vista do planejamento e da administração estratégica, pois se comprovado o censo comum de que existe uma relação entre o desempenho empresarial e o risco, por meio da avaliação positiva dos investidores com empresas listadas em um dos níveis de Governança Corporativa, estas poderão adotar um modelo estratégico financeiro apropriado para desenvolvimento de seus negócios.

1.5 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

De acordo com Cervo e Bervian (2004) delimitar uma pesquisa científica, constitui em eleger um tópico que fomente o interesse do pesquisador bem como da comunidade acadêmico-empresarial.

Entretanto, ao definir um assunto de pesquisa, não se deve desprezar as limitações que podem incorrer em um trabalho científico. Assim, a pesquisa proposta, apresenta algumas delimitações como as descritas a seguir:

- a) *em relação ao processo de amostragem*: o conjunto de empresas que fazem parte da amostra se restringe às empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no período de janeiro de 1995 e dezembro de 2009, com dados disponíveis no banco de dados *Economática Software para Investimentos LTDA.*;
- b) *em relação ao período do estudo*: o período de análise foi segmentado em dois momentos: o primeiro referente a antes do evento da adesão às práticas de adesão e o segundo após o mesmo. Entretanto, a data do evento não coincide de maneira uniforme para todas as empresas da amostra;
- c) *em relação às variáveis selecionadas*: considera-se que as variáveis selecionadas na análise dos dados são as que explicam de maneira conveniente o problema pesquisado, não considerando outras variáveis que por ventura influenciem no risco das empresas (*ceteris paribus*).

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Esta pesquisa encontra-se estruturada em cinco capítulos cujo conteúdo é sintetizado a seguir:

Capítulo 1: refere-se a parte introdutória da pesquisa, onde contempla a apresentação do tema o problema de pesquisa, dos objetivos geral e específicos e a justificativa teórica e prática;

Capítulo 2: neste capítulo tem-se o embasamento teórico-empírico acerca da governança corporativa o qual dará suporte a pesquisa empírica que será realizada;

Capítulo 3: traz o tratamento metodológico adotado na pesquisa de modo a atingir os objetivos da pesquisa. São contemplados aqui as respectivas hipóteses de pesquisa, além disso, são estabelecidas a delimitação da pesquisa e também o seu delineamento, são especificadas ainda a população e a amostra a ser utilizada bem como a forma pela qual os dados serão coletados e tratados;

Capítulo 4: os dados são apresentados e analisados, contemplam-se aqui os resultados das análises que serão obtidos a partir dos dados coletados e respectivas métricas selecionadas;

Capítulo 5: finalmente aqui são apresentadas as conclusões obtidas a partir da análise dos resultados, são realizados comentários a respeito das limitações da pesquisa e as possíveis recomendações para trabalhos futuros acerca do tema.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

Neste capítulo é apresentada a fundamentação teórico-empírica, que é considerada uma das etapas mais importantes de uma pesquisa. A revisão da literatura visa buscar sustentação e fundamentos para o desenvolvimento do tema e do problema de pesquisa, onde deve destacar os principais autores e trabalhos sobre a temática, e realizar a ligação entre a teoria e a proposta da pesquisa do presente estudo. Este capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma: a primeira seção traz os principais conceitos sobre Governança Corporativa. Na continuação do assunto, a segunda seção trata dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e se estende até a terceira seção onde são feitas algumas considerações sobre o Índice de Governança Corporativa (IGC); a quarta seção trata da teoria da agência, e aborda os conflitos de interesses entre o principal e o agente; a quinta seção classifica e define os principais tipos de riscos existentes no ambiente empresarial e finalmente, a sexta seção trata da Moderna Teoria de Carteira, sob a ótica de Harry Markowitz, relacionando os riscos atribuídos a empresa e os riscos atribuídos ao mercado.

2.1 O CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O conceito de Governança Corporativa teve sua origem nos Estados Unidos e na Inglaterra. Na última década este movimento ganhou força e se espalhou para o restante do mundo. A Governança Corporativa surgiu primeiramente para tentar resolver o conflito de agência, no qual os interesses do agente (gestor) são divergentes dos interesses do proprietário (acionista). Além disso, a Governança Corporativa visa também restaurar a confiança dos investidores, na qual, dia-a-dia, vem sendo abalada, resultado de constantes escândalos financeiros envolvendo grandes corporações nacionais e internacionais e o excesso de informações assimétricas. Os investidores procuram cada vez mais, ambientes favoráveis para investir seu capital e a sua preocupação deixou de ser somente com a rentabilidade oferecida, passando a ser também com o risco envolvido no negócio.

Neste contexto, as empresas brasileiras, preocupadas com a solução dos conflitos de agência e com o novo perfil de investidor, ávido por informações, vem procurando adequar-se em um ambiente propício para realização de suas

atividades, O intuito principal é se tornarem mais competitivas e reduzirem o custo com a captação de fontes de financiamento.

Neste sentido, pode-se relacionar a Governança Corporativa como um conjunto de procedimentos, com objetivo de garantir o direito dos acionistas diante de possíveis conflitos de interesses com os gestores e também de proteger os acionistas minoritários frente aos interesses dos acionistas majoritários.

Assim, pode-se também afirmar que a Governança Corporativa busca garantir que as tomadas de decisões estratégicas sejam eficientes e eficazes, principalmente por meio de transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre acionistas.

De acordo com o IBGC (2005) a adoção das práticas de Governança Corporativa agrega valor às organizações, pois estas implicam em adotar um conjunto de regras societárias mais rígidas que as existentes na legislação brasileira, oferecendo aos investidores maior transparência, confiabilidade e segurança nos seus investimentos (SIRQUEIRA; KALATZIS; TOLEDO, 2006) também compartilham deste mesmo entendimento. Os autores afirmam que:

[...] 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.

Diante do exposto fica visível que as práticas de Governança Corporativa, adotadas pelas companhias brasileiras, podem ser um estímulo para os investidores e uma alternativa para captação de recurso financeiro com um custo menor. Macedo e Sirqueira (2006) destaca a importância dessas 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 reduzindo 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.

Neste sentido, várias entidades do mercado (IBGC, BNDES, CVM, Bovespa) buscam incentivar e estimular a adoção de tais práticas. O IBGC é a entidade

responsável desde 1995 por discutir e abordar técnicas de Governança Corporativa, visando aprimorar e disseminar o conceito de governança no ambiente empresarial, por meio do código das melhores práticas de Governança Corporativa de sua autoria.

O BNDES, também incentiva e valoriza a implantação de tais práticas. Por meio de programas específicos de concessão de crédito, para as empresas com estas características, busca-se facilitar o acesso ao capital necessário para o seu desenvolvimento.

Outra entidade que estimula a prática de Governança Corporativa é a CVM. Em julho de 2002 ela lançou uma cartilha contendo 23 recomendações de regras de transparência no relacionamento de empresas com o mercado. O objetivo de tal publicação é acelerar e promover o desenvolvimento do mercado de capitais e, com isso, facilitar o acesso das empresas a fontes de financiamento com um custo reduzido.

E, por fim, a BOVESPA, em dezembro de 2000 instituiu o Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) pela Bolsa de Valores de São Paulo, além do já existente Mercado Tradicional.

A criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa tem como objetivo fortalecer o mercado acionário, proporcionar aos investidores um ambiente de maior transparência, proteger os acionistas minoritários e, conseqüentemente, favorecer as organizações.

A Governança Corporativa passa a integrar os modelos de gestão das empresas que, voluntariamente, por meio de um contrato, aderem às regras de Governança Corporativa. A ideia principal é valorizar as empresas que adotarem as práticas exigidas nestes níveis. A premissa utilizada é que os investidores sejam atraídos pelas ações destas empresas e também estarão dispostos a “pagarem” um prêmio maior por essas ações, resultando na valorização da mesma.

De acordo com a Bovespa (2008), empresas com boas práticas de Governança Corporativa (*well-governed*) fornecem maior credibilidade ao mercado e, por conseqüência, aumentam a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, além de pagarem um preço melhor por estas.

Segundo o IBGC (2006), essa premissa tem se apresentado consistente, pois empresas que antes não recebiam o merecido reconhecimento dos investidores por

suas práticas de governança tem atualmente obtido tal reconhecimento. Andrade (2005) menciona que:

[...] o senso comum indica que empresas com uma estrutura de Governança Corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes obtenham melhores resultados e também sejam mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada.

Macedo, Mello e FILHO (2005), também fazem uma menção quanto a definição de Governança Corporativa “[...] conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Ou seja, há uma relação de agência, em que o principal cobra de seus “tomadores de decisões” retorno sobre os recursos investidos.

Diversos são os autores que corroboram para a hipótese de que a Governança Corporativa afeta o desempenho e o valor de mercado de uma empresa. O Quadro 1, apresenta o resumo dos principais autores e os resultados de suas pesquisas frente a essa questão.

Quadro 1 - Estudos de Governança Corporativa

AUTOR	OBJETIVOS	RESULTADOS
CARVALHO (2003)	Avaliar o efeito da adesão a práticas de governança corporativa, sobre 3 aspectos: preço, liquidez e volatilidade	Observou que o evento, teve impacto positivo no valor das ações destas empresas, aumentando o volume de negociação e a liquidez, e reduzindo o volatilidade de preços.
AGUIAR; CORRAR; BATISTELA (2004)	Analisar a migração para o segmento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, quanto ao Retorno das ações	Observou retorno anormais positivos não superiores aos retornos anormais negativos; Não ocorreu maior valorização das companhias que adotaram práticas diferenciadas.
ROGERES; RIBEIRO; SOUSA (2005)	Análise comparativa do comportamento IGC e do IBOVESPA	Efeitos inconclusivos no que diz respeito a adoção de boas práticas de governança para redução de riscos externos e exposição a fatores macroeconômicos.
LAMEIRA; NESS JR; MOTTA (2005)	Verificar se a prática de governança corporativa promoveu impacto na percepção do risco da empresa observado pelo mercado.	A melhoria de práticas de governança corporativa já provocou impacto nos betas das companhias abertas nacionais.
RAMOS; MARTINEZ (2006)	Investigar se boas práticas de governança corporativa minimizam o gerenciamento de resultados contábeis.	Indica que as empresas do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2, apresentam uma menor variabilidade nas apropriações discricionárias quando comparadas as empresas que não aderiram a tal programa.

Fonte: adaptado de COELHO; LIMA, 2006.

2.2 OS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), buscando incentivar e estimular as empresas a adotarem práticas de Governança Corporativa, criou segmentos especiais de listagem, voltado às empresas que satisfazem tais práticas, conforme regulamento elaborado pela própria Bovespa.

Foi então instituído o Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) e também a criação de um índice, responsável por medir o desempenho de empresas com estas características. Este índice foi denominado de Índice de Governança Corporativa (IGC).

De acordo com a Bovespa (2000), os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), foram definidos com base no Neuer Market do mercado alemão. Dentre os principais objetivos oferecidos por esta segmentação podem-se separar estes em duas visões.

A primeira sob a ótica das empresas: as quais acreditam que aderindo a um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, atrairão maior número de investidores, obterão melhor precificação de seus ativos e aumentarão sua visibilidade no mercado. Assim, conseqüentemente, além de fortalecer o mercado de capitais, conseguirão reduzir o custo com a captação de recursos financeiros necessários ao desenvolvimento de seus negócios e sua expansão no mercado.

A segunda sob a ótica dos investidores, preocupados em encontrar um ambiente favorável para investir seu capital, entendem que os NDGC oferecem uma oportunidade única de minimizar o grau de assimetria de informações presente no mercado e proporcionar negócios com um menor risco envolvido.

De acordo com Aguiar, Corrar e Batistela (2004) os NDGC foram instituídos pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações sobre os atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

As empresas interessadas em adquirir um “Selo” de governança, precisam por meio de um contrato de adesão com a Bovespa, se comprometer a adotar um conjunto de normas e condutas de boas práticas de Governança Corporativa. Após a assinatura voluntária deste contrato, estas passam a fazer parte de um dos três níveis. Estes níveis são definidos conforme o grau de compromisso assumido pela

empresa. Portanto, ao passarem do Nível 1 para o Nível 2 ou para o Novo Mercado terão o seu grau de comprometimento elevado, conforme Figura 1.

Figura 1 - Níveis de Governança Corporativa e grau de compromisso assumido



Fonte: BOVESPA, 2009.

De acordo com a Bovespa (2009) as empresas que aderem ao Nível 1 de Governança Corporativa se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária.

Suas obrigações segundo Mattedi (2006) são:

1. manutenção em circulação (*free-float*) de parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
2. realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
3. melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre estas, a exigência de consolidação e revisão especial;
4. comprometimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
5. divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
6. disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

As empresas que aderem ao Nível 2 de acordo com a Bovespa (2009) se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários.

Segundo Mattedi (2006) as regras adicionais são:

1. mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;

2. disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (U.S. GAAP) ou do *International Accounting Standards Committee* (IASC);
3. extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
4. direito de voto para ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
5. obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital e cancelamento do registro de negociação nesse nível;
6. adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

Segundo a Bovespa (2009) a principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação dos níveis 1 e 2, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, as quais conferem ao portador direito a voto.

Com a adoção de práticas de Governança Corporativa, seja no Nível 1, 2 ou no Novo Mercado, a expectativa é que diminua o grau de incerteza decorrente principalmente da redução na assimetria das informações, gerando maior transparência nas organizações e, portanto, atraindo maior número de investidores.

Para a OECD a empresa que possui as boas práticas de Governança Corporativa, na área de mercado de capitais, é regida pelos seguintes princípios: a) reconhecimento e proteção aos direitos dos acionistas; b) tratamento equitativo aos acionistas; c) garantia aos *stakeholders* de acesso às informações relevantes; d) transparência das informações; e) responsabilidade dos Conselhos.

Para as empresas, o principal objetivo em aderir às regras de Governança Corporativa é que o seu valor de mercado seja elevado. As empresas que têm maior preocupação com os aspectos interligados à sua gestão tendem a ser mais

valorizadas do que as que não possuem esta preocupação. Neste sentido, a Governança Corporativa, por meio de seus principais pilares, busca proporcionar ao investidor um ambiente de maior segurança e atratividade, o qual ao perceber estes benefícios passa a valorizar estas empresas.

2.3 O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) após a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa institui o Índice de Governança Corporativa (IGC). O IGC foi criado em junho de 2001 e é composto pelas empresas que fazem parte dos NDGC. O objetivo principal deste índice é medir o desempenho de uma carteira teórica composta das ações negociadas das empresas que fazem parte do Novo Mercado ou dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. Assim, são incluídas nesta carteira, todas as empresas do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2. De acordo com a Bovespa (2009) os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem aos seguintes passos:

- I. ações de novas empresas: serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação;
- II. 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 estando dentro dos Níveis 1 e 2 ou Novo Mercado da Bovespa, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

De acordo com a Bovespa (2009) os procedimentos para a exclusão de uma ação no índice são:

- I. uma ação poderá ser excluída da carteira se apresentar um nível de liquidez muito reduzido;
- II. se a empresa emissora entrar em regime de recuperação judicial ou falência, as ações de sua emissão serão excluídas da carteira do índice;

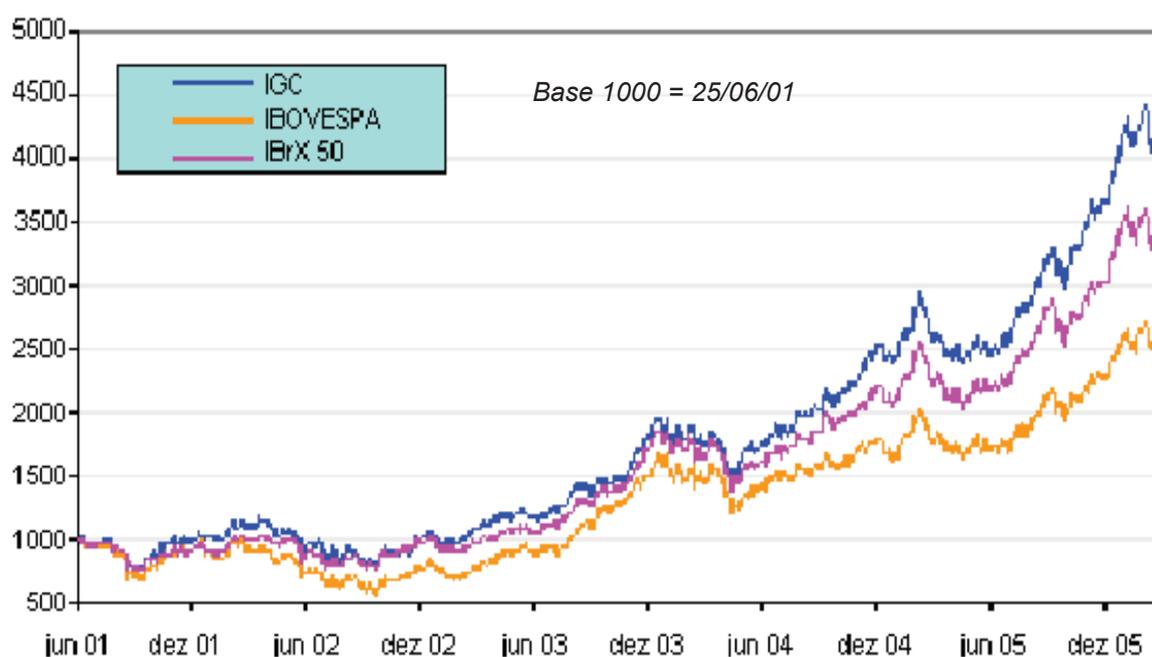
- III. no caso de oferta pública que resultar em retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado, suas ações serão excluídas da carteira.

Nessas eventualidades, serão efetuados os ajustes necessários no índice. Além disso, a cada quadrimestre, ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano, serão efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação. Nessa ocasião, também poderão ser excluídas ações que não estiverem atendendo a requisitos mínimos de liquidez.

Nesse contexto, diversos autores, buscam explicar o impacto das práticas de boa governança por meio de comparações entre o principal índice brasileiro de mercado (IBOV) com o índice IGC. A ideia principal é comparar o desempenho de empresas que não estão listadas nos programas de Governança Corporativa da Bovespa com as empresas que estão listadas em um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Na Figura 2 pode-se observar o desempenho destes índices, juntamente com o índice IBrX que de acordo com a Bovespa (2009) mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez.

Figura 2 - Evolução do IBOVESPA versus IGC versus IBrX 50



Fonte: SIRQUEIRA; KALATZIS; TOLEDO, 2006.

Pode-se observar na Figura 2 que a carteira teórica composta das empresas que fazem parte dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, desde o início da sua mensuração foi o que mais se sobressaiu, corroborando para hipótese de que a Governança Corporativa interfere no desempenho das empresas que as praticam.

2.3.1 Critério de ponderação do IGC

As ações que fazem parte da carteira deste índice são ponderadas levando em consideração o respectivo valor de mercado das ações disponíveis para negociação, juntamente com um fator correlacionado ao nível de governança corporativo adotado pela empresa.

Para as ações das empresas que fazem parte do Novo Mercado, o fator de multiplicação será igual a dois e para as empresas dos Níveis 1 e 2 é utilizado o fator um e um e meio, respectivamente. Outra característica além dos valores de mercado e seu respectivo fator é o teto máximo que uma empresa pode ter de participação no IGC.

Considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica do IGC, esta não pode ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, são efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite. Além disso, a cada quadrimestre, são efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC visando verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação. Nessas reavaliações também são analisados os requisitos mínimos de liquidez, o que pode acarretar a exclusões de ações que não estiverem dentro destes parâmetros.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, no dia 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor, denominado coeficiente de ajuste (BOVESPA, 2009).

2.4 A TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência é a base teórica que investiga os conflitos existentes entre o agente e o principal, resultante principalmente de um sistema em que a propriedade e controle são direcionados a pessoas distintas. Jensen e Meckling

(1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) emprega outras pessoas (agentes) para realizar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. Neste contexto, o agente compromete-se a realizar as tarefas para as quais foi contratado e o principal compromete-se a remunerar o agente. Nessa relação a expectativa é que o agente tome decisões em *prol* dos interesses do proprietário.

Entretanto, Jensen e Meckling (1976) comentam que ambas as partes, agem tendo em busca a maximização de suas utilidades pessoais. Os autores defendem que é quase impossível assegurar que o agente sempre agirá no melhor interesse para o principal. Assim, em uma relação onde verifica-se que o principal delega poderes a um agente, principalmente por este não dispor de experiência, tempo e capacitação e ambas as partes buscam maximizar suas utilidade pessoais, acaba por surgir conflitos e divergências entre esses dois atores. Esse sistema é demonstrado na Figura 3.

Figura 3 - Relação entre o principal e o agente



Fonte: adaptado de SATO, 2007.

Essa relação entre o principal e o agente não se limita apenas a relação entre o proprietário/acionista e administradores/gestores. De acordo com Nossa e Dalmacio (2004) a relação de agencia pode ser estabelecida entre diversos tipos de principal e agentes, conforme demonstrado no Quadro 2

Quadro 2 - Relações de agência

PRINCIPAL - AGENTE	O QUE O PRINCIPAL ESPERA DO AGENTE
Acionistas – Gerentes	Os acionistas esperam que os gerentes maximizem a sua riqueza (valor das ações).
Debenturistas – Gerentes	Os debenturistas esperam que os gerentes maximizem o seu retorno.
Credores – Gerentes	Os credores esperam que os gerentes assegurem o cumprimento de contratos de financiamento.
Clientes – Gerentes	Os clientes esperam que os gerentes assegurem a entrega de produtos, com maior qualidade, menor tempo, maior serviço e menor custo.
Governo – Gerentes	O governo espera que os gerentes assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa.
Comunidade – Gerentes	A comunidade espera que os gerentes assegurem a preservação dos interesses comunitários, cultura, valores, meio ambiente, etc.
Acionistas – Auditores Externos	Os acionistas esperam que os auditores externos atestem a validade das demonstrações contábeis, tendo como foco a rentabilidade e a eficiência.
Credores – Auditores Externos	Os credores esperam que os auditores externos atestem a validade das demonstrações contábeis, tendo como foco a liquidez e o endividamento.
Gerentes – Auditores Internos	Os gerentes esperam que os auditores internos avaliem as operações sob a ótica de sua eficiência e eficácia, gerando recomendações que agreguem
Gerentes – Empregados	Os gerentes esperam que os empregados trabalhem com o melhor
Gerentes - Fornecedores	Os Gerentes esperam que os fornecedores supram todas as suas necessidades de matérias no momento necessário e nas quantidades requisitadas.
Dono de Imóvel – Corretor de Imóvel	O dono de um imóvel espera que o corretor do mesmo busque a melhor alternativa de compra.
Investidor em Fundo – Administrador de Fundo	O investidor em fundo espera que o administrador do mesmo gerencie seu investimento e obtenha o melhor retorno.

Fonte: NOSSA; DALMACIO, 2004.

Observando o Quadro anterior percebe-se que, independente do tipo de relação principal/agente, existe uma delegação de poder do principal para com o agente, sendo estes sujeitos caracterizados como ativos e passivos, respectivamente.

Para Hendriksen e Breda (1999) a Teoria da Agência é um modelo de tomada de decisão para mais de um indivíduo, que tem um enfoque prescritivo, embasado em um modelo normativo que envolve a teoria da utilidade. Nesse modelo o agente tem papel fundamental na tomada de decisão, devendo buscar as melhores alternativas sob a ótica de maximizar as riquezas do proprietário.

Mendes (2001) enfatiza a respeito da teoria da agência que:

[...] apresenta-se como um arcabouço teórico voltado para análise das relações entre participantes de sistemas em que a propriedade e o controle de capital são destinados a figuras distintas, dando espaço à formação de conflitos resultantes da existência de interesses diferenciados entre os indivíduos.

Assim, a diferença de interesses apontados por essa teoria gera o chamado “conflito de agência”. Segundo o IBGC (2007) a explicação para esse conflito pode estar fundamentada no fato de que o agente e principal são pessoas diferentes e, sendo assim, os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Desta forma, no “conflito de agência” ocorre a incongruência entre o comportamento desejado pelo principal e o comportamento apresentado pelo agente.

Weston e Brigham (2004) definem os principais conflitos de agência como sendo:

Entre os acionistas e os administradores - os interesses dos administradores devem visar ao atendimento dos interesses dos acionistas, mas muitas vezes isto não ocorre e acaba existindo um conflito de interesses entre eles. Vários mecanismos podem ser utilizados para motivar os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos acionistas, entre eles estão a ameaça de demissão, a ameaça de tomada de controle e a compensação administrativa;

Entre os acionistas e os credores - os credores emprestam recursos à empresa com taxas baseadas no risco dos ativos existentes na firma, nas expectativas referentes ao risco de futuras adições de ativos, na estrutura existente de capital da empresa (quantia de financiamento da dívida que ela utiliza) e nas expectativas referentes às mudanças da estrutura de capital. O conflito de agência surge quando, por exemplo, os acionistas juntamente com administradores assumem novos empreendimentos de risco muito maior do que o antecipado pelos credores, fazendo com que caia o valor da dívida a pagar. Se esses empreendimentos forem bem-sucedidos todos os benefícios irão para os acionistas, porque os credores obtêm apenas retorno fixo, por outro lado, se os empreendimentos não derem certo, os detentores dos bônus terão de partilhar as perdas. Da mesma forma, se a empresa aumentar seu uso da dívida em um esforço

para expandir o retorno para os acionistas, o valor da dívida antiga aumentará, de forma que se tem outra situação do tipo “cara, eu ganho; coroa, você perde”.

Seguindo este pensamento de divergência de interesse entre as partes, Andrade e Silva (2005) observam que uma das formas de evitar esse comportamento se dá a partir do monitoramento, o qual necessariamente incorre em custo para os acionistas.

A respeito dos custos da agência, Jensen e Meckling (1976) afirmam que estes são os custos reais pertencentes aos contratos e decorrem da capacidade das pessoas em estabelecer os contratos, seja de forma simples ou sofisticada, de acordo com a natureza da transação entre as partes e pela criação de incentivo pelo seu cumprimento.. Entre os principais custos destacam-se:

1. custos de criação e estrutura de contratos entre o principal e o agente;
2. custos provenientes do agente, na busca de demonstrar que seus atos foram em benefício do principal;
3. custos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
4. custos com incentivo para os agentes;
5. perdas residuais que decorrem das divergências entre as decisões dos agentes e as decisões que maximizariam as riquezas do principal.

Jensen e Meckling (1976) comentam ainda a medida que aumentam os custos de monitoramento, como decorrência, maior alinhamento entre as decisões do agente e do principal, reduzindo o conflito. Bhidé (1994) afirma que o grau de proximidade na relação gerência-acionista possui uma influência significativa na governança da empresa, pois em qualquer relação agente-principal, haverá uma ampla variedade de oportunidades para se negligenciar ou esquivar-se de responsabilidades.

De acordo com Andrade e Silva (2005), para que se possa resolver os conflitos de interesses são utilizados dois processos distintos: a barganha e a negociação. Ambos os processos visam controlar o quanto cada parte deve ceder em *prol* de beneficiar a outra. Na negociação os envolvidos decidem o papel que cada um dos participantes terá que executar, minimizando assim o conflito.

Neste contexto de relações conflitantes, surge a necessidade da criação de

um mecanismo que as minimize. O propósito deste mecanismo é que os agentes contratados procurem agir sempre na defesa dos interesses do principal, maximizando assim sua riqueza. Hendriksen e Breda (1999) assinalam que o problema de agência é causado por informações incompletas, onde nem todos os estados são conhecidos por ambas as partes e, sendo assim, certas consequências não são por elas consideradas.

Milgron e Roberts (1992) definem a assimetria de informações como sendo uma situação na qual uma das partes da transação não possui toda a informação relevante necessária para averiguar se os termos do contrato que está sendo proposto são mutuamente aceitáveis e se serão implantados. Devido a este fato, transações vantajosas para uma única parte podem ser desfeitas, evitando custos elevados e resguardando a parte afetada de um eventual comportamento oportunista.

Borges e Serrão (2005) atestam que o tema Governança Corporativa surgiu na economia em função dos chamados problemas de agência, que corresponderiam aos conflitos de interesse entre aqueles que têm a propriedade (acionistas) e aqueles que têm o controle na organização (administradores). Com isso, pode-se estabelecer que a teoria da agência está inserida dentro dos pilares tratados pela Governança Corporativa, principalmente no quesito de estabelecer mecanismos para minimizar as divergências entre estes dois protagonistas.

Desta forma, nasce o conceito de Governança Corporativa, mecanismo no qual as empresas são dirigidas por um conjunto de regras que visam garantir os direitos dos acionistas contra abusos dos gestores e protegem os acionistas minoritários, favorecendo a relação como um todo e fortalecendo as organizações. Essa forte ligação entre Governança Corporativa e Teoria da Agência é abordada por Siffert (1998) como a forma com que os controladores instituem mecanismos de monitoramento e controle em relação aos administradores e fazem com que estes ajam de acordo com o interesse dos controladores.

2.5 A RELAÇÃO RISCO E RETORNO

Existem dois aspectos importantes que devem ser considerados em um investimento financeiro: risco e retorno. Retorno é o resultado estimado do capital aplicado na data final de resgate do investimento. O risco é a probabilidade de perda

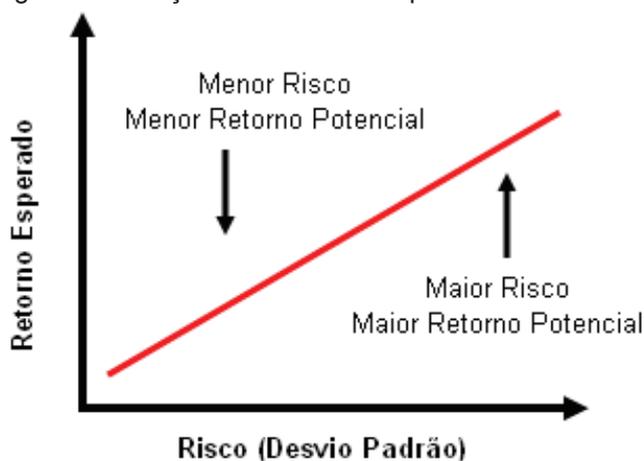
ou dano decorrente de exposições em situações em que há uma expectativa de ganho.

Segundo Securato (1996), a idéia intuitiva que se tem de risco é que ele represente a possibilidade de perda, ou, colocada de maneira mais formal, que exprima a probabilidade associada à ocorrência de uma perda.

De uma forma mais técnica March e Shapira (1987) definem o risco com reflexo das eventuais variações nas distribuições dos retornos possíveis, com as suas probabilidades e com os seus valores subjetivos. Neste contexto, o risco é definido como tentativa de se medir o grau de incerteza na obtenção do retorno esperado em uma determinada aplicação financeira ou investimento realizado.

O equilíbrio entre o risco e o retorno, é um dos princípios básicos de qualquer investimento, ou seja, o retorno esperado terá sua amplitude definida de acordo com o risco que se está disposto a correr para realizar um determinado investimento. Assim, pode-se definir que quanto maior o risco de um determinado investimento, maior o retorno esperado. Essa definição pode ser melhor entendida por meio da Figura 4.

Figura 4 - Relação entre retorno esperado e risco



Fonte: adaptado de SANVICENTE; BELATTO, 2004.

Pode-se observar na Figura 4 que o início da reta evidenciada em cor avermelhada representa ativos que costumam ser chamados de “Livres de Risco”. Este tipo de ativo para uma taxa conhecida como Taxa Livre de Risco é geralmente representado por títulos do governo, pois estes apresentam baixo risco de inadimplência. No Brasil costuma-se considerar a caderneta de poupança, a Selic, ou o CDI como a taxa livre de risco.

Na Figura 4 o deslocamento para a direita evidencia que o grau de incerteza perante o retorno esperado aumenta, pois está se investindo em ativos de maior risco como fundos de investimento, títulos privados, dólar, ações, derivativos. Apesar dos investidores se sentirem desconfortáveis com o conceito de “correr riscos”, é esta incerteza que possibilita uma maior taxa de retorno.

Para Steiner Neto (1998, p. 51) existem três condições para a caracterização de risco:

1. possibilidade de haver perda ou dano (magnitude da perda);
2. possibilidade associada a essa perda (possibilidade de perda);
3. possibilidade do decisor agir de forma tal, que aumente ou diminua a magnitude ou a probabilidade dessa perda ou dano (exposição à perda).

Todas as operações no mercado financeiro possuem certo grau de risco atrelado ao seu rendimento. A literatura de finanças define o risco como multidimensional abrangendo quatro grupos bem definidos: (i) risco de mercado, (ii) risco operacional, (iii) risco de crédito e (iv) risco legal, conforme demonstrado na Figura 5.

Figura 5 - Classificação de risco



Fonte: adaptado de PINHO, 2006.

O Risco Operacional: está relacionado as possíveis perdas resultante de sistemas e (ou) controles inadequados, falhas de gerenciamento e erros humanos. Para Pinho (2006) o risco operacional pode ser subdividido três grandes áreas:

Risco organizacional: está relacionado com uma organização ineficiente, administração inconsistente e sem objetivos de longo prazo bem definidos, fluxo de informações internos e externos deficientes, responsabilidades mal definidas, fraudes, acesso às informações internas por parte de concorrentes, etc.;

Risco de operações: está relacionado com problemas como *overloads* de sistemas (telefonía, eléctrico, computacional, etc.), processamento e armazenamento de dados passíveis de fraudes e erros, confirmações incorretas ou sem verificação criteriosa, etc.;

Risco de pessoal: está relacionado com problemas como empregados não-qualificados e (ou) pouco motivados, personalidade fraca, falsa ambição, etc.

Já o Risco de Crédito: está relacionado a possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos. As perdas aqui estão relacionadas aos recursos que não mais serão recebidos. Pinho (2006) classifica o risco de crédito em três grupos:

Risco do país: como no caso das moratórias de países latino-americanos;

Risco político: quando existem restrições ao fluxo livre de capitais entre países, estados, municípios, etc. Este pode ser originário de golpes militares, novas políticas económicas, resultados de novas eleições, etc.;

Risco da falta de pagamento: quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos.

O Risco Legal pode ser definido como uma medida da incerteza dos retornos de uma instituição caso seus contratos não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador, por documentação insuficiente, insolvência ou ilegalidade. O risco legal está relacionado às possíveis perdas quando um contrato não pode ser legalmente amparado. Podem-se incluir aqui riscos de perdas por documentação insuficiente, insolvência, ilegalidade, falta de representatividade e/ou autoridade por parte de um negociador, etc.

Por fim, o Risco de Mercado está atrelado ao comportamento do preço do ativo diante das condições de mercado. Para entender e medir possíveis perdas devido às flutuações do mercado é importante identificar e quantificar o mais corretamente possível, bem como as volatilidades e correlações dos fatores que

impactam a dinâmica do preço do ativo.

Risco de mercado pode ser dividido em quatro grandes áreas: risco do mercado acionário, risco do mercado de câmbio, risco do mercado de juros e risco do mercado de *commodities*. Neste trabalho, é abordado o risco de mercado, e quanto este sofre interferência no caso de adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pelas empresas de capital no Brasil.

2.6 A MODERNA TEORIA DE CARTEIRAS DE MARKOWITZ

As empresas visando se protegerem dos riscos eminentes de mercado desenvolvem métodos de controle e aperfeiçoam técnicas (científicas) robustas de projeções das suas origens (passivos) e aplicações (ativos) de recursos. Diversas são as metodologias aplicadas para mensurar o risco e retorno de investimentos as quais as empresas estão expostas. Assim, o maior desafio atualmente encontrado no mercado financeiro e de capitais é conciliar a máxima rentabilidade possível, sem afetar o risco envolvido na transação.

Comumente, investimentos com um menor grau de risco apresentam um retorno menor e, de forma inversa, investimentos com um risco maior apresentam retornos mais elevados. Observa-se assim que o risco está diretamente relacionado com o grau de incerteza de um determinado evento, isto é, possuem uma correlação positiva entre si. Assim, há uma grande preocupação em tentar auferir o máximo de retorno possível em um investimento, sem comprometer o risco envolvido na transação.

Damodaran (2002) indica que um bom modelo de risco e retorno deve considerar:

- a) proporcionar uma medida de risco que se aplique a todos os ativos, não sendo específica apenas a um deles;
- b) estabelecer claramente quais tipos de risco são recompensados e quais não são, assim como fornecer um fundamento lógico para essa distinção;
- c) proporcionar medidas de risco padronizadas, isto é, um investidor diante de uma medida de risco para um ativo específico deve ser capaz de tirar conclusões se o ativo está acima ou abaixo da média em termos de risco;

- d) traduzir a medida de risco em uma “taxa de retorno” que o investidor deve exigir como compensação por assumir o risco;
- e) funcionar bem não apenas ao explicar retornos passados, mas também ao prever retornos futuros.

Silva, Samohyl e Costa (2001) afirmam que os investidores procuram escolher seus ativos de acordo com as preferências pelo risco, ou seja, decidem quanto devem investir em ativos sem risco e quanto devem investir em uma carteira de mercado que possui ativos arriscados.

Refletindo sobre isso, em 1952, Harry Markowitz em seu artigo *Portfolio Selection* buscou uma solução para minimizar o risco do investimento para certo nível de ganho esperado.

Harry Markowitz, com sua Moderna Teoria de Carteiras (MTC), que lhe proporcionou em 1990 o prêmio Nobel de Economia, procura formar *portfolios* que proporcionem o mínimo de risco possível, utilizando de modelos estatísticos para reduzir a incerteza. Sua teoria consiste na possibilidade dos investidores definirem “carteiras ótimas” ou “carteiras de mínimo risco”, no sentido de risco e retorno.

Securato (1996) considera Markowitz como o “Galileu das finanças”, pois, assim como Galileu contrariou a errônea “intuição” de que “um peso de dez quilos cai dez vezes mais rápido que um peso de um quilo”, Markowitz contrariou o raciocínio “intuitivo” dos financistas de sua época que acreditavam que se acrescentasse em uma determinada carteira de investimentos um ativo com maior componente de risco, necessariamente, o risco associado a esta carteira aumentaria. Sua teoria apresenta duas importantes ideias:

- 1) um *portfólio* poderá ter um valor maior ou menor do que a soma das partes, dependendo de como os projetos interagem entre si;
- 2) existe mais do que um portfólio ótimo, pois é possível ter um retorno maior aceitando maior risco.

Além disso, a Moderna Teoria de Portfólios (MTP), desenvolvida por Markowitz (1952), assume as premissas:

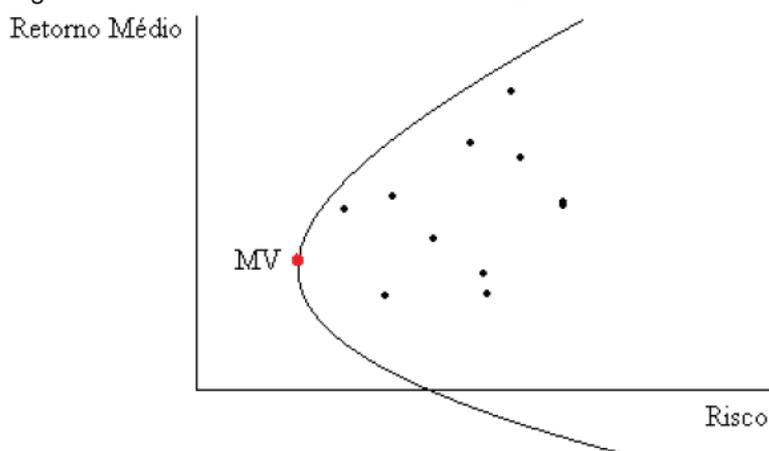
- a) os parâmetros nos quais os investidores se baseiam para avaliar *portfólios* são: valor esperado e variância (ou desvio padrão) das taxas de retorno sobre o horizonte de um período;
- b) dados dois *portfólios* com riscos iguais e com diferentes retornos esperados, os investidores sempre optam pelo portfólio de maior retorno;
- c) dados dois *portfólios* com retornos esperados iguais e com diferentes riscos, os investidores sempre optam pelo portfólio de menor risco;
- d) os ativos são infinitamente divisíveis;
- e) existe uma taxa livre de risco à qual o investidor pode tanto emprestar como tomarem prestado;
- f) os investidores estão de acordo sobre a distribuição de probabilidades das taxas de retorno dos ativos, assim, assegura-se a existência de um único conjunto de portfólios eficientes.

A grande novidade neste modelo consistiu em relacionar o retorno esperado e o risco. O risco em sua teoria é medido pelo desvio padrão de cada carteira de títulos, considerando o infinito número de combinações possíveis de títulos que poderiam compor uma carteira e, a partir desta, traçar a curva do conjunto das combinações eficientes de carteiras. Essa combinação eficiente de carteiras ficou denominada de Fronteira de Eficiência e um *portfólio* é enquadrado nesta fronteira se:

- a) para um dado retorno (VPL), não existe nenhum outro *portfólio* com menor risco; ou
- b) para um dado risco, não existe outro *portfólio* com maior retorno.

A Fronteira Eficiente pode ser descrita como o melhor conjunto possível de carteiras, isto é, todas as carteiras têm o mínimo nível de risco para dado nível de retorno. Os investidores se concentrariam na seleção de uma melhor carteira na fronteira eficiente (curva) e ignorariam as demais consideradas inferiores representadas por pontos em negrito na Figura 6.

Figura 6 - A fronteira eficiente de Markowitz



Fonte: adaptado de SECURATO, 1996.

De acordo com a Figura 6 a fronteira eficiente é demonstrada pela parte superior da borda formada por todo o conjunto de combinações de carteiras. O investidor tem ao seu dispor a possibilidade de escolher a melhor carteira e ignorar as carteiras inferiores. O ponto em vermelho MV (Mínima Variância) é a carteira considerada com o menor nível de risco (variância).

Com base neste cenário, Markowitz propôs sua teoria de carteiras. Uma carteira de ativos pode ser definida como um conjunto de títulos que um investidor dispõe. Sua rentabilidade é a média ponderada dos retornos individuais dos ativos que a compõe. O retorno esperado de uma carteira contendo dois ativos quaisquer, por exemplo, pode ser dado conforme expressão algébrica (1).

$$\bar{R}_p = \phi_1 \bar{R}_1 + \phi_2 \bar{R}_2 \quad (1)$$

Onde, \bar{R}_1 e \bar{R}_2 são as taxas médias de rentabilidade esperado dos ativos que compõem a carteira. Os parâmetros ϕ_1 e ϕ_2 são os percentuais a serem aplicados na carteira.

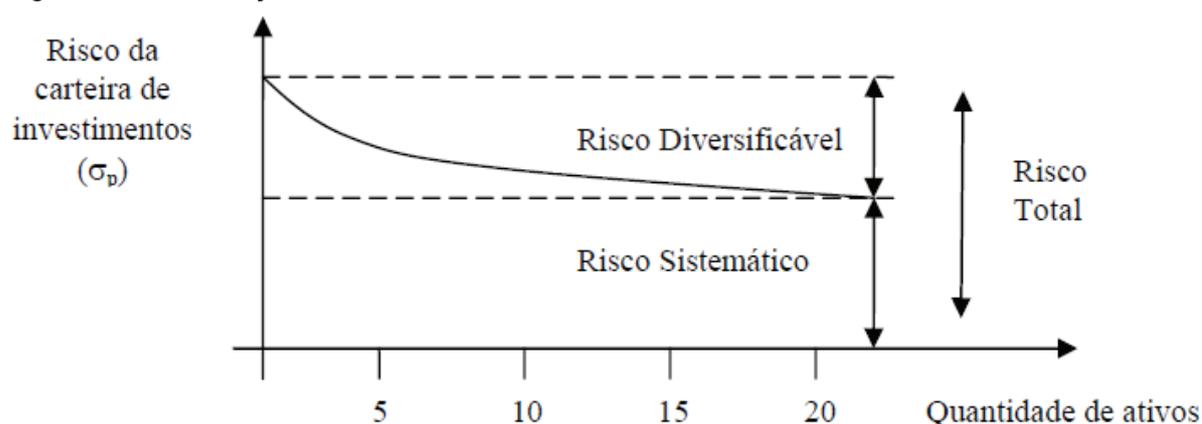
Por outro lado, o cálculo do risco de uma carteira (volatilidade) segundo a Moderna Teoria de Carteira utiliza a variância ou o desvio-padrão como medida de risco. Entretanto, a volatilidade de uma carteira não pode ser medida da mesma forma que o retorno, ou seja, uma média ponderada dos desvios padrão dos ativos que compõe a carteira.

O risco de uma carteira é menor que o risco médio dos ativos que a compõe.

A ideia principal de uma carteira é viabilizar a diversidade do investimento, proporcionado assim uma menor volatilidade e conseqüentemente reduzindo o risco.

Brigham e Ehrhardet (2006) destacam que uma ação pode ser bastante arriscada se mantida individualmente. Além disso, quanto maior o número de ativos em uma carteira, o risco individual de cada ativo dado pelo desvio padrão perde importância e o que passa a ter importância é a inter-relação dos ativos, dado pela covariância, que é o risco sistêmico, conjuntural, comum a todos os ativos do mesmo mercado. Em outras palavras, à medida que se aumenta a diversificação de uma carteira, os riscos individuais perdem importância frente à covariância média dos retornos. O que modifica não é o valor das variâncias dos ativos, mas a importância relativa deles, conforme evidencia a Figura 7.

Figura 7 - Diversificação de Investimentos



Fonte: ASSAF NETO, 2001.

Pode-se observar na Figura 7 que à medida que são acrescentados mais ativos diminui o risco diversificável do portfólio, entretanto, essa diversificação atua até certo ponto, ou seja, existe um determinado momento em que acrescentar mais ativos ao *portfólio*, não acarreta maior redução no risco.

Isso acontece, pois conforme afirma Gonçalves, Pamplona e Montevechi (2002), a diversificação reduz apenas o risco diversificável e, portanto, jamais se conseguirá reduzir o risco a zero, por existir o risco não diversificável. Assaf (2009) complementa: “até mesmo carteiras consideradas bem diversificadas costumam manter certo grau de risco”.

Com base nesta premissa, Ceretta e Costa (2000) procederam um estudo no mercado brasileiro de ações onde testaram diversas carteiras, chegando à

conclusão que a partir de 12 ativos a diminuição do risco era pequena, a ponto de não se justificar a incorporação de mais ativos a carteira.

Para Sanvicente e Bellato (2004), ao considerar os altos custos de transação vigentes no mercado de capitais brasileiro, o ideal é a realização de pequena diversificação de carteiras, chegando ao número de seis ativos. Segundo os referidos autores, este resultado é diferente do ocorrido no caso dos Estados Unidos, em que a diversificação adequada situa-se em torno de 20 a 25 ações na carteira, devido a sensibilidade do número adequado de ações aos custos de transação.

Damodaran (1994) divide o risco em dois tipos: diversificável e o risco não-diversificável. O primeiro refere-se a fatores que afetam somente a uma empresa ou a um número pequeno de empresas. Fatores como: problemas com processos, fornecedores, clientes, greves, projetos inviáveis e outros. Assim, o risco diversificável é inerente ao próprio negócio da empresa.

O segundo risco, não-diversificável é a parcela de risco que afeta o mercado como um todo. Embora já comprovado que os ativos reagem de acordo com intensidades diferentes, uns mais e outros menos, todos são afetados. Este risco está relacionado às mudanças e oscilações no comportamento dos instrumentos financeiros, tais como alterações nos preços das ações, taxas de juros, taxa de câmbio, preços de *commodities* e outras variáveis econômicas e financeiras.

Portanto, por estar relacionada ao comportamento do mercado, essa parcela do risco não pode ser eliminada pelo processo de diversificação de investimentos e por isso é considerada o tipo de risco mais importante e mais preocupante. Pode-se entender melhor esse conceito por meio da Figura 8.

Figura 8 - Risco diversificável *versus* risco não-diversificável



Fonte: adaptado de CERETA; COSTA, 2000.

Com base na Figura 8 o risco total é o somatório dos riscos diversificáveis e dos riscos não diversificáveis e pode ser representado conforme a expressão (2).

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Diversificável} + \text{Risco não Diversificável} \quad (2)$$

É fundamental destacar que a diversificação de investimentos, como o próprio nome diz, pode anular ou minimizar apenas o risco diversificável, pois, conforme ele encontra-se relacionado às empresas específicas, a diversificação pode balancear estas oscilações. Já o risco de mercado, por ser influenciado por fatores que afetam a maioria das empresas, estes não podem ser eliminados por diversificação.

O risco sistemático pode ser medido pelo grau em que uma determinada ação tende a subir e descer quando comparada como o mercado. Essa medida de volatilidade da ação em relação ao mercado (nesse estudo refere-se a rentabilidade média do Ibovespa) é dita como coeficiente beta “ β ”. O cálculo do beta pode ser realizado pela expressão algébrica (3).

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad (3)$$

Onde:

β : coeficiente beta ou risco sistemático;

$\text{Cov}(R_j, R_m)$: é a covariância entre a taxa de retorno de um título e a taxa de retorno do mercado;

$\text{Var}(R_m)$: é a variância ou risco das taxas de retorno do mercado.

Elton e Gruber (1995) afirmam que o coeficiente beta é a medida correta do risco de um ativo, pois para uma carteira bem diversificada, o risco não sistemático ou diversificável tende a zero e o único item relevante do risco total é o risco sistemático ou não diversificável, medido pelo beta. Esta medida pode ser vista como a sensibilidade do analista financeiro em acreditar que o excesso de retorno de ativo individual seja afetado pelas variações do excesso de retorno do mercado. Podem ser classificadas da seguinte forma:

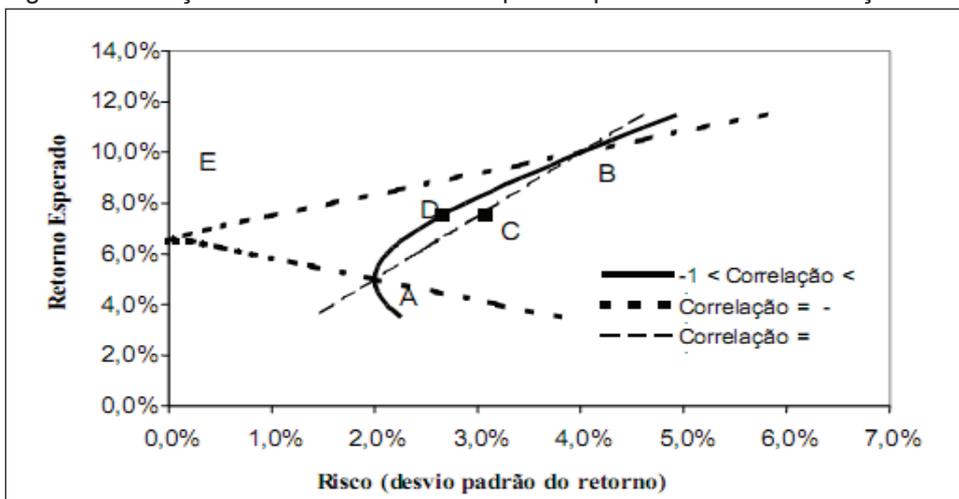
$\beta < 1 \rightarrow$ o ativo e, por consequência, o perfil do investidor, pode ser caracterizado como defensivo ou conservador, isto é, possui variações inferiores ao mercado acionário. Por exemplo, se o mercado valoriza 10%, este ativo tende a valorizar, entretanto, em uma proporção menor do que o mercado em X%;

$\beta > 1 \rightarrow$ o ativo e, por consequência, o perfil do investidor, que tiver um coeficiente beta nessas condições, pode ser caracterizado como agressivo, isto é, possui variações maiores do que o mercado acionário. Por exemplo, se uma ação possui um coeficiente beta estimado igual a 2, isto é, $\beta = 2$, ela tende a valorizar/desvalorizar 2 vezes o ocorrido com o mercado;

$\beta = 1 \rightarrow$ o ativo e, por consequência, o perfil do investidor, que tiver um coeficiente beta nessas condições, pode ser caracterizado como neutro, significando que há uma correlação perfeita entre as taxas de retorno do ativo individual e as taxas de retorno do mercado acionário, ou seja, à medida que o mercado varia X% o ativo individual varia no mesmo sentido em X%.

Notadamente que o processo de diversificação de uma carteira de ativos também está associado ao coeficiente de correlação entre os ativos componentes dessa carteira. Assim, percebe-se que, à medida que a correlação entre os ativos diminui, ocorre um aumento do *benefício* da relação entre risco e retorno. Alternativamente, se a correlação entre os ativos se eleva o *benefício* da relação risco e retorno não se verifica. A Figura 9 evidencia o relacionamento entre o retorno esperado e risco mensurado por meio do desvio padrão dos retornos.

Figura 9 - Relação risco *versus* retorno esperado para diferentes correlações



Fonte: o autor, 2009.

Ao analisar a Figura 9 pode-se abstrair algumas informações ao seu respeito: o ponto “A” e “B” indicam o risco do ativo “X” e “Y”, respectivamente. Já o ponto “C”, representa a média aritmética simples dos riscos dos ativos “X” e “Y”. Se consideramos a criação de uma carteira composta somente por esses dois ativos, e quiséssemos determinar o risco total da carteira, precisaríamos saber primeiramente qual a correlação existes entre eles esses ativos

Assim, ao otimizar uma carteira encontrando-se as proporções ótimas a serem alocadas e levando em consideração a correlação dos ativos que a compõe , conseguimos obter um risco inferior a média simples, tal como pode ser visto no ponto “D” da mesma figura. Vale ressaltar que quanto menor a correlação entre os ativos, maior será a diversificação e, conseqüentemente, menor será o risco.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O presente capítulo aborda os aspectos relacionados aos procedimentos empregados na metodologia de pesquisa, levando em consideração a relação entre problema, teoria, método e resultados a serem alcançados. Gil (1994) define método como “o caminho para se chegar a determinado fim. E método científico como o conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos adotados para se atingir o conhecimento”.

3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

3.1.1 Hipóteses de pesquisa

Conforme Collis e Hussey (2005) uma hipótese de pesquisa é uma ideia ou proposição que se testa por meio de análise estatística e expõe por extenso a direção geral do estudo, fornecendo detalhes. A hipótese pode ser caracterizada como uma provável e provisória resposta.

Assim, considerando com base o problema de pesquisa bem como nas justificativas teóricas apresentadas anteriormente, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_0 : o risco das carteiras de ativos estimado por meio do desvio padrão, antes das empresas de capital aberto aderirem às práticas de Governança Corporativa, não difere estatisticamente do risco dessas mesmas empresas após a adesão às práticas de governança.

Visando corroborar ou refutar a hipótese formulada anteriormente, utiliza-se um nível de significância estatística de 5%.

3.2 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Segundo Kerlinger (1996) existem dois tipos de definição para uma variável, a Definição Constitutiva (D. C.) e a Definição Operacional (D. O.). A primeira se refere a tentativa de definir uma palavra ou termo, com outras palavras, ou seja podem ser

representadas pelas definições dicionário.

Alternativamente, a definição operacional específica de que forma com base na definição constitutiva a variável foi utilizada na pesquisa, ou seja, atribui significado a um constructo especificando as atividades necessárias para utilizá-lo.

3.2.1 Variáveis independentes

De acordo com Lakatos e Marconi (2004) a variável independente (exógena) é aquela que influencia, determina ou afeta outra variável dependente. Pode ser visto ainda como fator determinante, condição ou causa para determinado resultado, efeito ou consequência.

Collis e Hussey (2005) também compartilham deste mesmo entendimento, e afirmam que “variáveis independentes são aquelas que podem ser manipuladas para prever os valores da variável dependente”. Em suma, a variável independente busca uma relação de causa-efeito com a variável dependente. Neste contexto, as variáveis independentes utilizadas no estudo são:

- a) índice BOVESPA;
- b) índice de Governança Corporativa (IGC).

3.2.1.1 Índice BOVESPA:

D. C.: refere-se ao valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 1968 (valor base: 100 pontos) a partir de uma aplicação hipotética, seu cálculo sofreu algumas adequações ao longo do tempo que não prejudicaram sua metodologia de cálculo. Esse índice não reflete apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes (BOVESPA, 2009);

D. O.: mensurada a partir da série histórica expressa em termos de pontos e coletando no banco de dados da *economática softwares para investimentos LTDA*.

3.2.1.2 Índice de Governança Corporativa (IGC):

D. C.: Esse indicador tem como objetivo mensurar o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de Governança Corporativa. Este índice é composto por ações de empresas participantes do Novo Mercado, do Nível 1 e do Nível 2 de Governança Corporativa, em que cada nível representa um peso (BOVESPA, 2009);

D. O.: mensurada a partir da série histórica expressa em termos de pontos e coletando no banco de dados da *economática softwares para investimentos LTDA*.

3.2.2 Variáveis dependentes

A variável dependente (endógena) consiste naqueles valores (fenômenos, fatores) a serem explicados ou descobertos, em virtude de serem influenciados, determinados ou afetados pela variável independente; é o fator que aparece, desaparece ou varia à medida que o investigador introduz, tira ou modifica a variável independente (LAKATOS; MARCONI, 2005).

Na visão de Oliveira (2004, p. 87), uma variável dependente é aquela que sofre a ação da variável independente, ou seja, são aquelas variações a serem explicadas ou descobertas em virtudes de terem sido afetadas pela variável independente. As variáveis dependentes para o presente trabalho referem-se ao:

- a) preço da ação;
- b) retorno do ativo;
- c) risco beta.

3.2.2.1 Preço da ação

D. C.: a cotação ou preço de uma ação é definido como um dado de mercado e reflete a média de expectativa entre compradores e vendedores (LUQUET; ROCCO, 2005)

D. O.: o preço da ação será mensurado considerando o seu valor de fechamento mensal cotado em reais (R\$) pela Bolsa de Valores de São Paulo e coletado junto ao banco de dados da *econômica softwares para investimentos LTDA*.

3.2.2.2 Retorno do ativo

D. C.: é definido como o ganho ou perda total que se obtém de um ativo, apurado em determinado número de períodos dentro de um intervalo de tempo (SHARPE, 1966).

D. O.: essa variável foi mensurada calculando-se o logaritmo neperiano do preço de fechamento das ações do mês atual dividido pelo preço de fechamento das ações do mês anterior.

3.2.2.3 Risco beta

D. C.: refere-se ao índice do grau de variação do retorno de um ativo em função da mudança do retorno de mercado (DAMODARAN, 2004).

D. O.: é mensurado a partir da divisão da covariância entre os retornos do ativo e os retornos do mercado e a variância dos retornos de mercado.

3.3 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

A fim de caracterizar o presente trabalho, foi empregada a forma clássica de Silva e Menezes (2005) de classificação de pesquisas científicas. O autor considera a pesquisa científica em relação a sua natureza, a forma de abordagem do problema e sob a ótica dos objetivos e dos procedimentos técnicos e da coleta de dados.

Sob a ótica da natureza, o presente trabalho tem como objetivo principal avaliar a percepção de risco pelo mercado, de empresas que praticam boas práticas de Governança Corporativa da Bovespa, com intuito de verificar se tal evento acarreta alguma mudança estatisticamente comprovada.

Portanto, pode-se classificar esta pesquisa como de **natureza aplicada**, uma

vez que esse tipo de classificação é empregado quando o pesquisador busca uma aplicação prática do conhecimento gerado, contribuindo para a resolução de problemas encontrados na realidade.

Já em relação aos objetivos esta pesquisa pode ser caracterizada como: i) **estudo descritivo**, uma vez que procura observar, analisar e estabelecer a relação entre as variáveis identificadoras das características de determinado grupo ou fenômeno, buscando descrever um fato.

Segundo Santos (1999), a pesquisa descritiva é um levantamento das características conhecidas que são componentes do fato, do problema ou do fenômeno em estudo; ii) **estudo explicativo** pois visa identificar os fatores que definem ou colaboram para o acontecimento dos fenômenos, com intuito de explicar a relação entre variáveis independentes e variáveis dependentes.

Considerando a forma de abordagem do problema o presente trabalho por utilizar-se em sua maioria, métodos matemáticos, com o propósito de quantificar e traduzir os dados em conhecimento pode ser classificado como um estudo **quantitativo**.

Já sob a ótica dos procedimentos técnicos esta pesquisa é vista como uma **pesquisa ex-post-facto e bibliográfica**, pois busca explicar um fenômeno após o seu acontecimento por meio de um levantamento bibliográfico de informações já existente sobre a temática, em livros, publicações em periódicos e em artigos científicos. Segundo Lakatos; Marconi (2007) o pesquisador deve verificar a veracidade dos dados obtidos, observando as possíveis incoerências ou contradições que as obras possam apresentar.

Finalmente, em relação a coleta dos dados, por compreender o período de junho de 2000 a junho de 2002, o presente estudo caracteriza-se como sendo uma **pesquisa Longitudinal**.

A presente pesquisa se restringe ao conjunto de empresas que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período compreendido junho de 2000 a junho de 2002, e que estavam disponíveis no banco de dados *econômica software para Investimentos LTDA*, durante o período em que ocorreu a coleta dos dados. A seleção da amostra limitou-se também às empresas que apresentaram dados históricos no período considerado, excluindo-se àquelas cujos dados foram insuficientes ou faltantes.

3.4 POPULAÇÃO E AMOSTRA

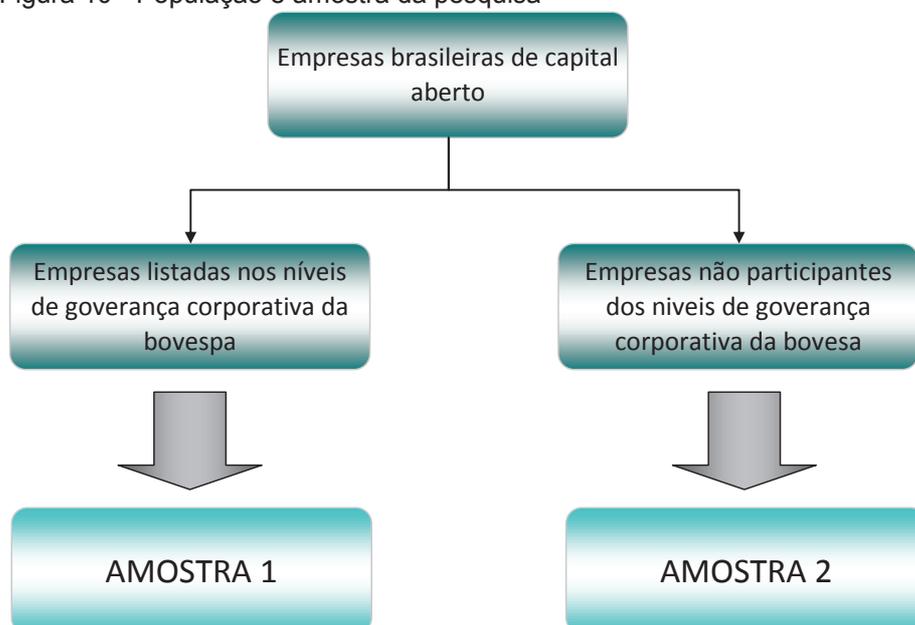
De acordo com Collis e Hussey (2005) população refere-se a um grupo de pessoas ou outro grupo qualquer de itens sendo considerados para propósitos de pesquisa, e amostra formada por alguns membros da população.

Desta forma, a população corresponde ao número total de indivíduos que possuem a mesma característica. No presente trabalho a população é dividida em dois grupos, conforme pode ser observado na Figura 5.

O primeiro grupo é representado pelas empresas de capital aberto listadas na BOVESPA no entre junho de 2000 a junho de 2002 e que possuem como característica comum, o fato de aderirem a um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

O segundo grupo é formado também por empresas de capital aberto listadas na BOVESPA no mesmo período, entretanto, possuem como característica comum o fato de não pertencerem a nenhum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Figura 10 - População e amostra da pesquisa



Fonte: o autor, 2009.

Com relação à amostra coletada, ela foi definida a partir de um processo de amostragem não aleatório intencional, pautando-se nas ações das empresas que aderiram às práticas de Governança Corporativa no período do estudo.

Para a Amostra 1 buscou-se aquelas empresas que tivessem no período de estudo a maior proximidade de datas, em relação a sua adesão a um dos níveis de Governança Corporativa. Essa proximidade de datas torna-se essencial para análise dos dados, pois, conforme já mencionado os estudos serão realizados no período que antecede ao evento de adesão e no período posterior a este evento, tornando assim, a janela do evento um período com uma menor extensão.

Para a Amostra 2 buscou-se as empresas que tivessem os maiores percentuais de participação do Índice da Bovespa e que no período da amostra não estivessem em nenhum dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa. As empresas selecionadas para as Amostras 1 e 2, podem ser vislumbradas nos Quadro 3 e 4, respectivamente.

Quadro 3 - Empresas da amostra 1 que aderiram a Governança Corporativa da Bovespa

Nº	Razão Social	Nome de Pregão	Sigla	Data de Adesão	Nível de Governança
1	BRF - BRASIL FOODS S.A.	BRF FOODS	BRSF3	26/6/2001	NOVO MERCADO
2	BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO	BBDC4	26/6/2001	NÍVEL 1
3	BRADESPAR S.A.	BRADESPAR	BRAP4	26/6/2001	NÍVEL 1
4	GERDAU S.A.	GERDAU	GGBR4	26/6/2001	NÍVEL 1
5	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA	ITSA4	26/6/2001	NÍVEL 1
6	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART	RAPT4	26/6/2001	NÍVEL 1
7	WEG S.A.	WEG	WEGE3	26/6/2001	NOVO MERCADO
8	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAUUNIBANCO	ITUB4	26/6/2001	NÍVEL 1
9	SADIA S.A.	SADIA	SDIA4	26/6/2001	NÍVEL 1

Fonte: adaptado de COELHO; LIMA, 2006.

Quadro 4 -Empresas da amostra 2 que Não aderiram a Governança Corporativa da Bovespa

Nº	Razão Social	Nome de Pregão	Sigla	Data de Adesão	Nível de Governança
1	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	PETROBRAS	PETR4	-	-
2	VALE S.A.	VALE	VALE5	-	-
3	CIA SIDERURGICA NACIONAL	SID NACIONAL	CSNA3	-	-
4	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	USIMINAS	USIM5	-	-
5	BCO BRASIL S.A.	BRASIL	BBAS3	-	-
6	LOJAS AMERICANAS S.A.	LOJAS AMERIC	LAME4	-	-
7	CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV	AMBEV	AMBV4	-	-
8	PERDIGÃO AGROINDUSTRIAL S.A	PERDIGAO	PRGA3	-	-
9	ARACRUZ CELULOSE S/A	ARACRUZ	ARCZ6	-	-

Fonte: adaptado de COELHO; LIMA, 2006.

3.5 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

De acordo com Fachin (2003), na coleta de dados deve-se garantir a imparcialidade do pesquisador, a fim de colher os fatos na sua forma natural e então buscar explicações destes por meio de modelos, métodos e técnicas específicas.

Assim, os dados das empresas participantes das duas amostras selecionadas

foram coletados no banco de dados *econômica software para investimentos Ltda*, disponível para utilização nos laboratórios da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC/PR).

O período de análise está compreendido entre junho de 2000 e junho de 2002, e a razão para escolha deste período está no fato de as séries temporais das ações pesquisadas passaram a aderir aos níveis de governança corporativa da Bovespa.

A periodicidade dos dados amostrados é mensal dado que se busca formular e avaliar carteiras acionárias de longo prazo. Os preços dos ativos pesquisados foram ajustados à inflação, uma vez que, pela extensão do período pesquisado, a não correção dos preços poderia levar a resultados equivocados.

Para a normalização dos dados, estimou-se a rentabilidade das ações onde se calculou o Logaritmo neperiano (Ln) dos preços de fechamento das ações do mês atual dividindo-se pelo preço de fechamento das ações do mês anterior, conforme a expressão designada em (4).

$$R_t = \text{Ln} \left[\frac{P_t}{P_{t-1}} \right] \cdot 100 \quad (4)$$

Onde:

R_t : taxas de retorno da ação no período t;

P_t : preço de fechamento da ação no período t;

P_{t-1} : preço de fechamento da ação no período t-1.

O emprego do logaritmo neperiano (Ln) na determinação das taxas de retorno é aconselhável em função de, no mercado de capitais, os retornos dos ativos financeiros costumarem apresentar características típicas de log-normal. Desta forma, o emprego do logaritmo neperiano visa transformar a série em uma distribuição normal, para uma melhor acurácia na realização do estudo.

Para a consecução dos objetivos propostos, foram calculados os retornos mensais, de acordo com a expressão algébrica (4). Visando avaliar o comportamento desses ativos, seus retornos foram expressos a partir do gráfico Box e Whisker uma vez que esse gráfico traduz de forma bastante sintética, como representações diagramáticas das estatísticas descritivas das principais

características do comportamento dos ativos ao longo de determinado período, podendo ser um poderoso aliado na detecção de valores extremos ou de *outliers*¹.

Esse gráfico que é conhecido como diagrama de caixa e relaciona diversas estatísticas descritivas e possui as seguintes características a serem consideradas:

O ponto central ou tracejado situado dentro da caixa corresponde a média aritmética simples. Nessa pesquisa, o valor estimado diz respeito a rentabilidade média do ativo selecionado;

A caixa representa o erro padrão que é determinado a partir da divisão entre o desvio padrão amostral e a raiz quadrada do número de observações da amostra. Nessa pesquisa, quanto mais largo for o retângulo, maior será o seu desvio padrão e, conseqüentemente maior também será o risco incorrido nele;

Os bigodes representam $1,96 * \text{Desvio Padrão}$, o que nada mais é do que uma simplificação para o intervalo de confiança para média aritmética. De acordo com a teoria estatística, a média aritmética acrescida de $1,96 * \text{Desvio Padrão}$, equivale ao nível de confiança de 95% ou de modo análogo a um nível de significância de 5%. Cabe salientar que valores situados fora deste intervalo são caracterizados como extremos ou *outliers*.

Vale destacar que foram utilizadas na análise dos dados as taxas de rentabilidade do índice da Bovespa, como sendo o retorno do índice representativo do mercado de capitais brasileiro (R_M), e como taxa livre de risco (R_F), utiliza-se a média aritmética da taxa de juros over/selic.

3.5.1 Segmentação do período pesquisado

O período de estudo foi segmentado em dois momentos, o primeiro compreendido entre junho de 2000 e maio de 2001, período este anterior a adesão por parte das empresas de capital aberto às práticas de Governança Corporativa,

¹ *Outliers* são caracterizados como conjunto de observações atípicas ou pouco frequentes, ocasionados por variações inerentes aos elementos de uma dada população ou de anomalias que não devem ser ignoradas na formulação de um modelo.

enquanto o segundo período está compreendido entre julho de 2002 e junho de 2002, sendo este posterior ao período em que as empresas de capital aberto já aderiram às práticas de Governança Corporativa, conforme representado na Figura 11.

A segmentação do período busca tão somente analisar o evento em um período de 12 meses antes e 12 meses depois, pois se considera que nesse prazo o processo de Governança Corporativa encontra-se já consolidado dentro das organizações.

Figura 11 - Segmentação antes e após o evento da adesão às práticas de governança



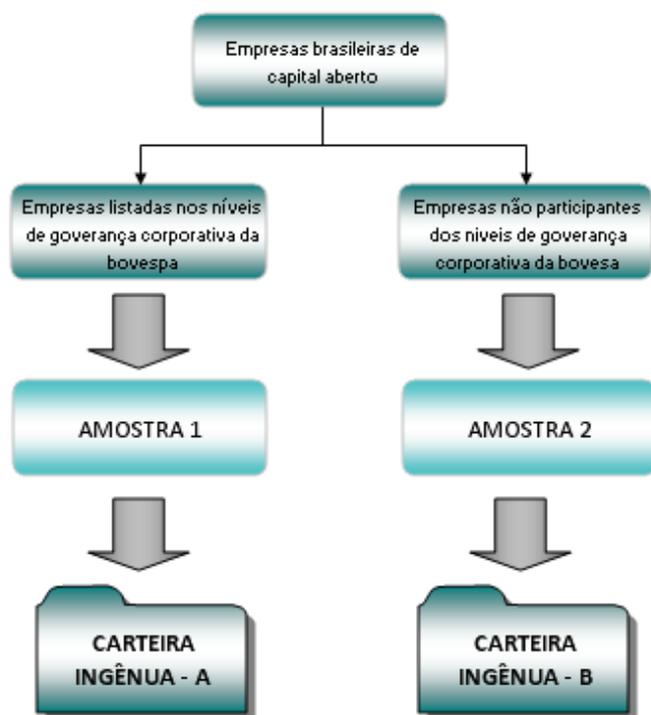
Fonte: o autor, 2009.

3.5.2 Construção dos cenários alternativos

A ideia central de uma carteira é viabilizar o processo de diversificação de determinado investimento e a redução do risco, pois o risco de um portfólio tende a ser menor que o risco médio dos ativos que a compõe, proporcionado assim uma menor volatilidade.

Com base premissa citada anteriormente e nas estimativas das taxas de rentabilidade dos ativos, foram criadas duas carteiras, uma composta por todas as empresas da Amostra 1 (empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa), e a outra composta por todas as empresas da Amostra 2 (empresas não participantes dos níveis de Governança Corporativa). Essas carteiras foram denominadas de “carteira ingênua A” e “carteira ingênua B” respectivamente, conforme podemos vislumbrar na Figura 12.

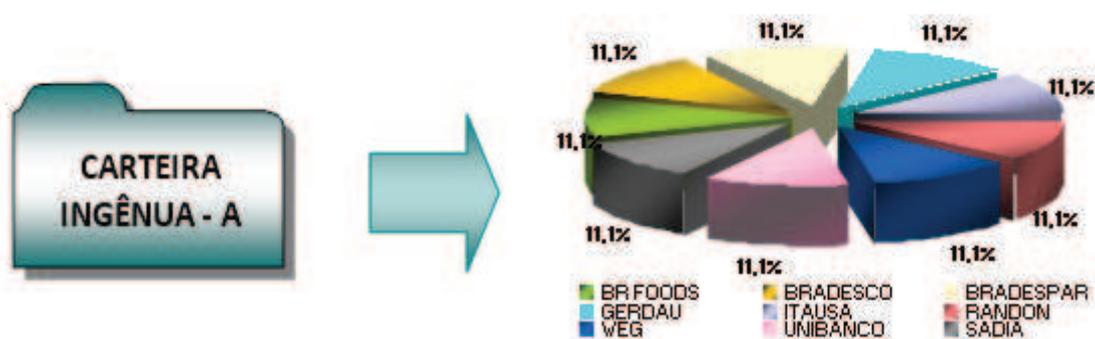
Figura 12 - Carteiras ingênuas, a partir das amostras



Fonte: o autor, 2009.

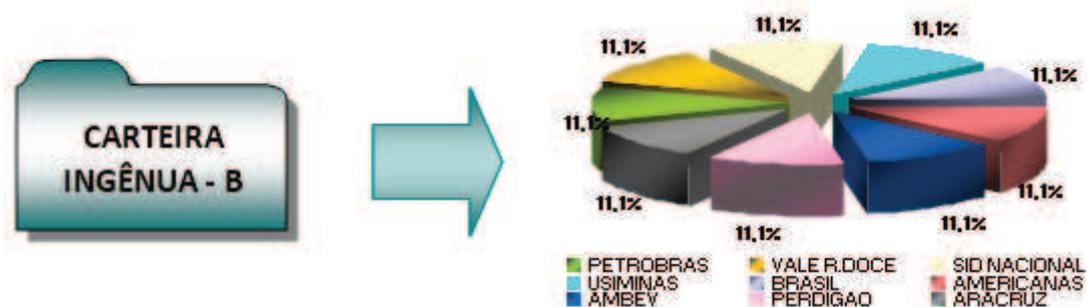
A formulação das Carteiras Ingênuas “A” e “B” possuem como característica principal a pulverização ou divisão proporcional dos recursos financeiros, conforme pode ser observado nas Figuras 13 e 14, respectivamente.

Figura 13 - Carteira ingênuo A – divisão proporcional dos recursos financeiros



Fonte: o autor, 2009.

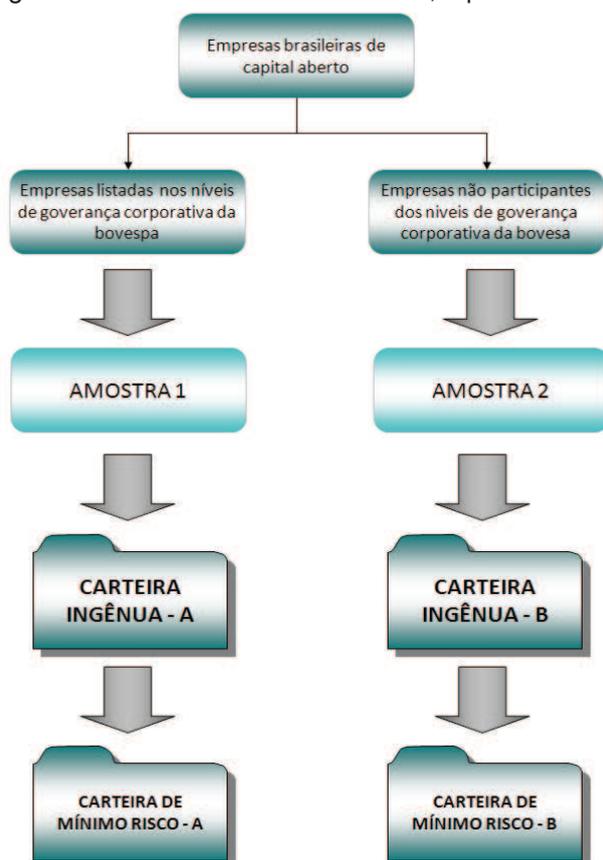
Figura 14 - Carteira ingênua B - divisão proporcional dos recursos financeiros



Fonte: o autor, 2009.

Além da criação das Carteiras Ingênuas, foram criadas duas outras carteiras denominadas de “Mínimo Risco”, conforme a Figura 15.

Figura 15 - Carteiras de mínimo risco, a partir das amostras



Fonte: o autor, 2009.

Essas carteiras são baseadas nas carteiras ingênuas e utilizam-se do método de otimização proposto por Markowitz. *Essa metodologia* busca diminuir o risco no *portfólio* por meio de diversificação e proporções ótimas de distribuição. Assim a principal diferença destas carteiras está no fato de não possuírem uma divisão

uniforme dos recursos financeiros. Os resultados desta otimização e redistribuição dos recursos financeiros serão apresentados no capítulo 4.

3.5.2.1 Metodologia de comparação

Logo após a definição das carteiras de estudo e suas respectivas otimizações, busca-se definir uma metodologia de comparação destes portfólios, a fim de constatar a existência ou não da hipótese de estudo levantada nesta pesquisa. A metodologia proposta para tal validação tem como estrutura as seguintes comparações:

Busca-se **avaliar os ativos individualmente** antes e após a adesão: Essa comparação visa aferir o comportamento dos ativos antes e depois do evento de adesão aos níveis de Governança Corporativa. Procura-se validar a existência de uma mudança em termos de risco destes ativos após aderirem ao programa de Governança Corporativa da Bovespa e demonstrar quais dos ativos tiveram maior e menor reação a este evento. Essa comparação pode ser melhor entendida, conforme demonstrado na Figura 16.

Figura 16 - Comparação entre os ativos frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Outra metodologia adotada para validação da hipótese do estudo é a **avaliação das carteiras ingênuas** face ao evento em questão. Neste caso, será avaliado o comportamento das Carteiras Ingênuas “A” e “B” antes e após a adoção dos mecanismos de governança corporativa. Essa comparação visa aferir o comportamento da carteira no período anterior e posterior ao evento de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Desta forma, após minimizar o risco diversificável, busca-se validar se existe uma mudança em termos de risco do *portfólio* após a adesão das empresas ao programa de Governança Corporativa da

Bovespa. As comparações das Carteiras Ingênuas “A” e “B” são demonstradas nas Figuras 17 e 18 respectivamente.

Figura 17 - Comparação da carteira ingênua “A” frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Figura 18 - Comparação da carteira ingênua “B” frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Além das comparações das Carteiras Ingênuas, procura-se **avaliar o desempenho das Carteiras de Mínimo Risco** “A” e “B” antes e após a adoção dos mecanismos de governança corporativa. Essa comparação visa auferir a eficiência do método de otimização proposto por Markowitz, o qual pode influenciar a análise dos resultados, visto que tal metodologia busca diminuir o risco no *portfólio* por meio de diversificação e proporções ótimas. Essas comparações são demonstradas nas Figuras 19 e 20, respectivamente.

Figura 19 - Comparação da carteira de mínimo risco “A” frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

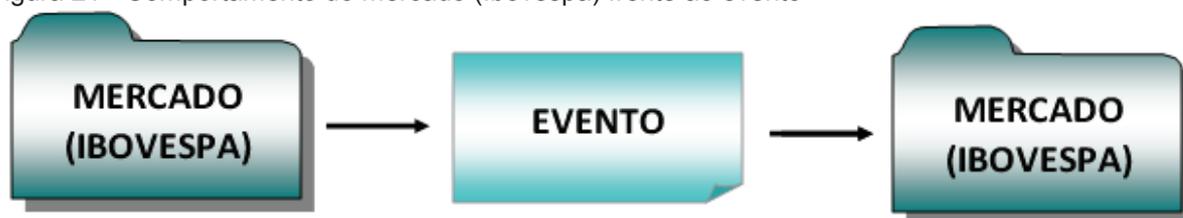
Figura 20 - Comparação da carteira de mínimo risco “B” frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Por fim busca-se **avaliar o desempenho da Carteira de Mercado** antes e após a adoção dos mecanismos de governança corporativa. Conforme já comentado anteriormente, o mercado neste estudo é definido como o Índice Bovespa. Essa comparação serve de suporte na análise do evento, visto que o comportamento do mercado pode direcionar o comportamento das empresas das Amostras 1 e 2, respectivamente. Essa comparação é demonstrada na Figura 21.

Figura 21 - Comportamento do mercado (Ibovespa) frente ao evento



Fonte: o autor, 2009.

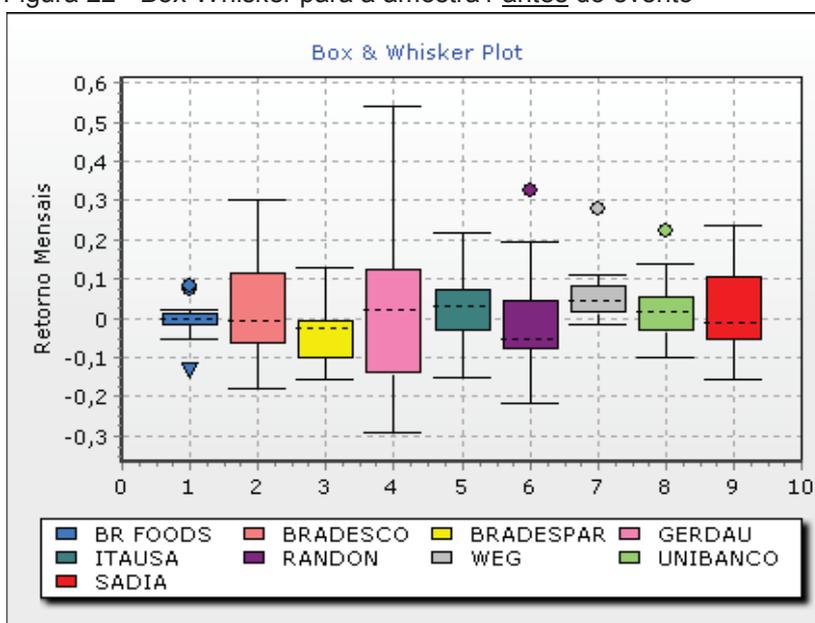
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA

A amostra das empresas pesquisadas foi subdividida em dois grupos. O primeiro grupo é composto pelas empresas de capital aberto listadas na BOVESPA no período de junho de 2000 a junho de 2002 e que possuem como característica comum, o fato de aderirem a um dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa. O segundo grupo é formado por empresas de capital aberto listadas na BOVESPA no mesmo período, cuja característica comum é não pertencerem a nenhum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Cada uma das amostras perfaz um total de 9 ativos.

A Figura 22 apresenta os ativos da amostra 1 no período que antecede o evento de adesão as novas práticas de governança corporativa.

Figura 22 - Box-Whisker para a amostra1 antes do evento

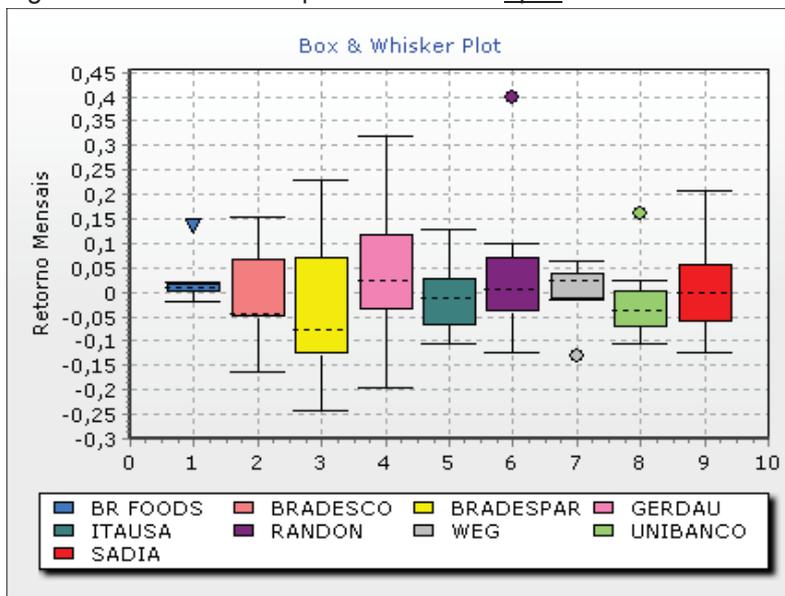


Fonte: o autor, 2009.

A Figura 22 evidencia que as ações com maior variabilidade foram a Gerdau, Randon e Bradesco. As ações com menores variabilidades ou riscos foram a BR Foods e a Weg, no período considerado. Em termos de rentabilidade média, a ação com maior rentabilidade média mensal foi a Weg, enquanto a que proporcionou menor rentabilidade média no mesmo período foi a Bradespar

A Figura 23 apresenta os ativos da Amostra 1 no período posterior ao evento

Figura 23 - Box-Whisker para a amostra1 após o evento

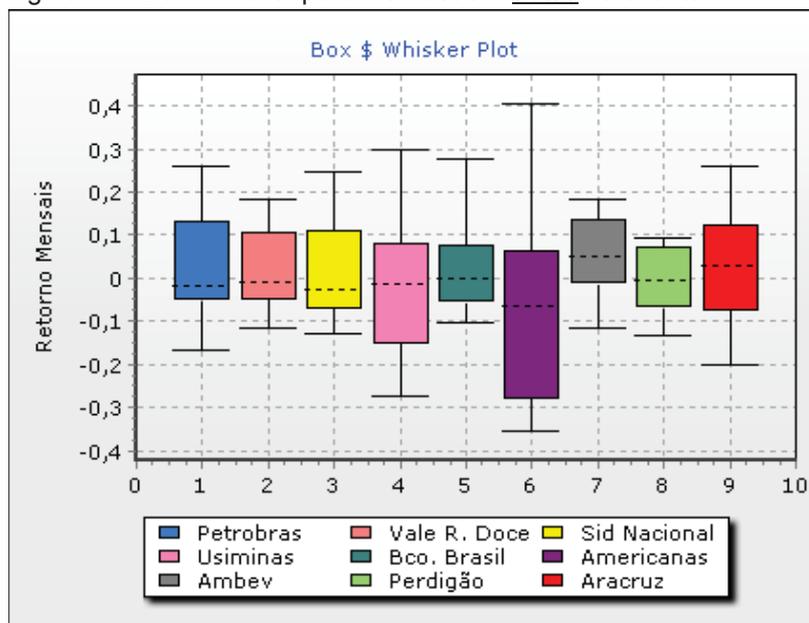


Fonte: o autor, 2009.

Com base na Figura 23, verifica-se que as ações da Bradespar apresentaram maior volatilidade no período posterior ao evento. O destaque fica para a ação da Gerdau que com 4,13% de retorno médio, mostrou-se o maior do período.

Na Figura 24 pode-se vislumbrar os ativos da Amostra 2 no período anterior ao evento em estudo.

Figura 24 - Box-Whisker para a amostra 2 antes do evento

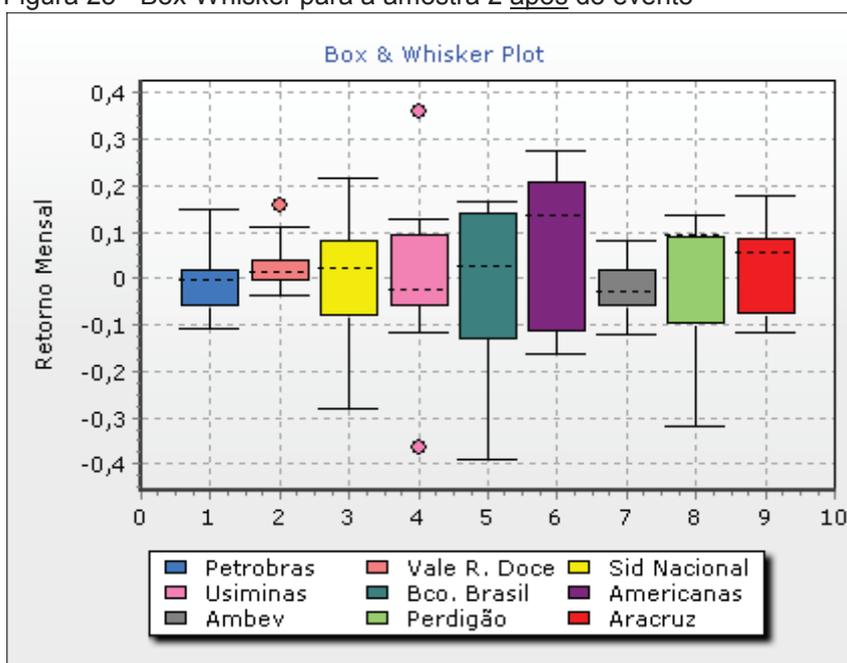


Fonte: o autor, 2009.

O comportamento deste grupo é relativamente uniforme, com destaque para os ativos das empresas Americanas, Usiminas e Aracruz, que obtiveram as maiores volatilidades. Já em relação ao retorno, a ação da Ambev, obteve o maior retorno médio no período (5,49%)

E, finalmente na Figura 25 comparamos os resultados dos ativos da amostra 2 no período posterior ao evento,

Figura 25 - Box-Whisker para a amostra 2 após do evento



Fonte: o autor, 2009.

Nesta análise destaca-se a empresa Americanas por apresentar o maior retorno médio, com 7,94% e as empresas Banco do Brasil e Usiminas por apresentarem as maiores volatilidades do período.

4.2 RESULTADOS DO PROCESSO DE OTIMIZAÇÃO DAS CARTEIRAS

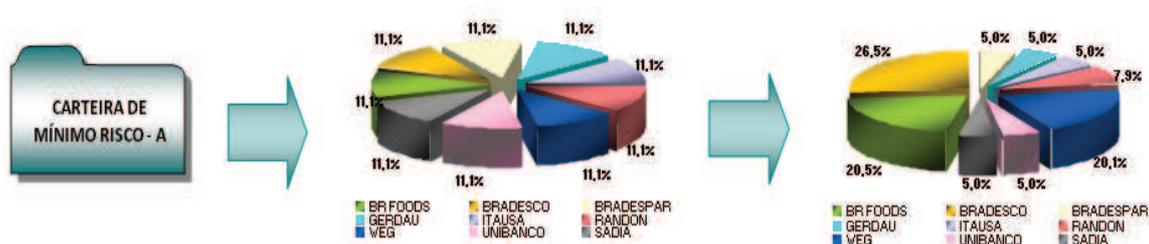
Após a formulação das Carteiras Ingênuas e objetivando minimizar o risco envolvido no investimento, as carteiras ingênuas “A” e “B” passaram pelo procedimento de otimização, valendo-se do modelo proposto por Markowitz.

Para tanto, foram calculados os coeficientes betas dos ativos individuais e os coeficientes de correlação para definir as proporções ótimas dos ativos a serem alocadas, com o intuito de obter um risco inferior aquele encontrado nos ativos

individuais ou pelo que foi estimado para a carteira ingênua.

Para manter todas as ações da amostra no processo de otimização, a regra utilizada foi a de manter no mínimo 5% dos recursos financeiros na carteira para cada um dos ativos, tendo como limite máximo, 1/3 de participação total. Essas novas carteiras foram denominadas de Carteira de Mínimo Risco “A” e Carteira de Mínimo Risco “B” e seus resultados são demonstrados nas Figuras 26 e 27, respectivamente.

Figura 26 - Otimização da carteira ingênua “A” - proporções ótimas dos recursos financeiros



Fonte: o autor, 2009.

Figura 27 - Otimização da carteira ingênua “B” - proporções ótimas dos recursos financeiros



Fonte: o autor, 2009.

No processo de otimização, os percentuais de participação em cada ativo estão diretamente relacionados com o risco sistemático. Desta forma, os ativos que apresentarem o menor risco sistemático passam a ter um percentual de participação na composição da carteira maior.

Destacam-se neste sentido, as ações da BR Food, Bradesco e Weg, que tiveram os maiores percentuais de participação (20,5% e 26,5%) na Carteira de Mínimo Risco “A”, tal como pode ser visto na Figura 26. As demais empresas tiveram sua participação uniforme na composição da carteira.

Na Figura 27 pode-se verificar que a Carteira de Mínimo Risco “B”, obteve uma maior ponderação na sua composição dos ativos PERDIGÃO, AMBEV e VALE

DO RIO DOCE em função dessas ações apresentarem os menores riscos sistemáticos do período.

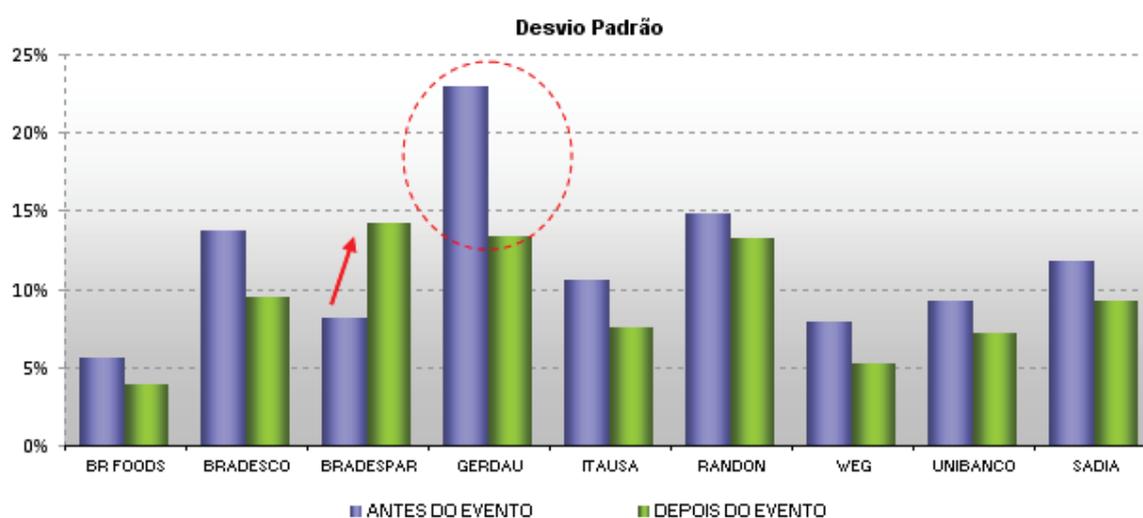
4.3 ANÁLISE DA PERFORMANCE DOS ATIVOS E DAS CARTEIRAS

Definidas as carteiras caracterizadas como ingênuas “A” e “B” e de suas respectivas otimizações, serão analisadas suas *performance* antes e após o evento de adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, a fim de constatar a existência da hipótese de estudo levantada nesta pesquisa. Desta forma, e com base na metodologia definida anteriormente, apresenta-se a seguir as análises das comparações frente ao evento.

Avaliação dos Ativos individualmente antes e após a entrada nos níveis diferenciados de governança (Evento): Comparando-se os ativos isoladamente identifica-se que da **Amostra 1** composta por 9 ativos, apenas a empresa Bradespar não teve uma redução no seu risco (desvio padrão) após o evento pesquisado.

Destaca-se a ação pertencente a empresa Gerdau que após a entrada nos níveis diferenciados teve uma redução de aproximadamente 41,95% no seu risco. A redução média do risco situou-se em torno de 16,13%, considerando todos os ativos componentes da carteira e, 27,46% sem levar em consideração a participação da ações da empresa Bradespar. Essa análise pode ser melhor visualizada a partir da Figura 28.

Figura 28 - Risco individual dos ativos da amostra 1 no período anterior e posterior ao evento

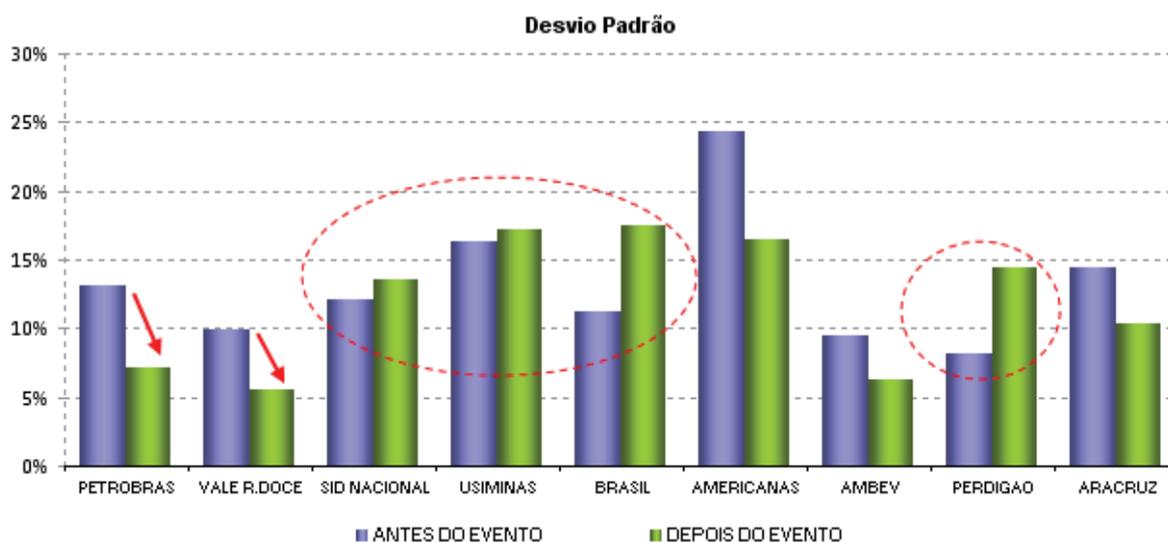


Fonte: o autor, 2009.

Seguindo essa mesma linha de raciocínio para os ativos componentes da **Amostra 2**, foram comparados os riscos individuais antes e depois da entrada nos níveis diferenciados (evento). Assim, identificou-se que 44% da amostra tiveram um aumento no seu risco (desvio padrão).

As ações com destaque que tiveram uma redução no risco foram a Petrobras e Vale do Rio Doce, ambas com uma redução superior a 40%. A redução média do risco ficou em torno de 3,70%, considerando todos os ativos componentes da amostra. Essa análise pode ser visualizada na Figura 29.

Figura 29 - Risco individual dos ativos da amostra 2 no período anterior e posterior ao evento

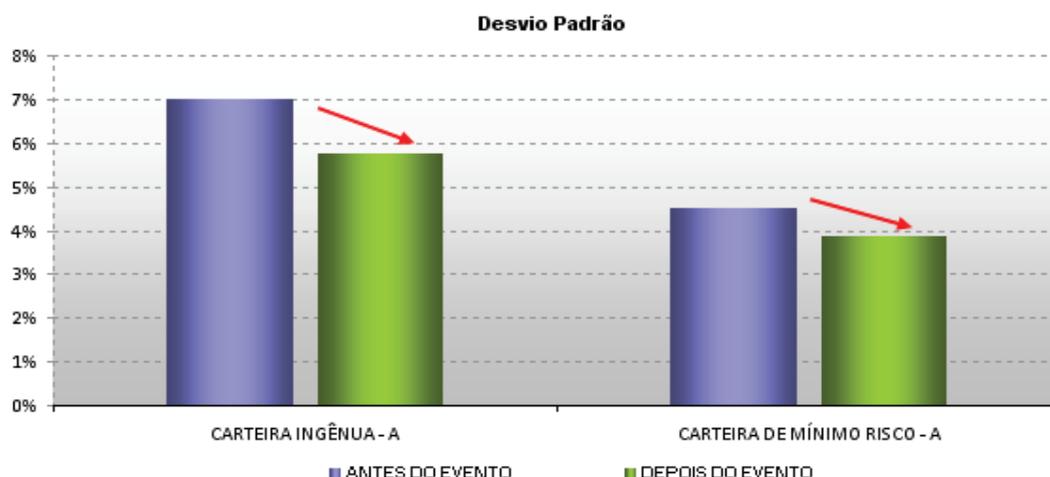


Fonte: o autor, 2009.

Após as comparações individuais dos ativos foram **avaliados os riscos das Carteiras Ingênuas “A” e “B”**, bem como os **Riscos das Carteiras de Mínimo Risco “A” e “B”**, antes e após a entrada nos níveis diferenciados de Governança Corporativa (evento).

Para as Carteiras caracterizadas como Ingênuas “A” e Mínimo Risco “A” os resultados sugerem que houve redução no risco para ambas as carteiras. O percentual de redução situou-se em torno de 17,79% no caso da Carteira Ingênuas e de aproximadamente 14,21% para a Carteira de Mínimo Risco. Destaca-se aqui também a eficiência do modelo de otimização proposto por Markowitz, que proporcionou uma redução de risco de 32,52% no caso da Carteira de Mínimo Risco “A”, quando comparada com a Carteira Ingênuas “A”, no período posterior ao Evento, conforme mostra a Figura 30.

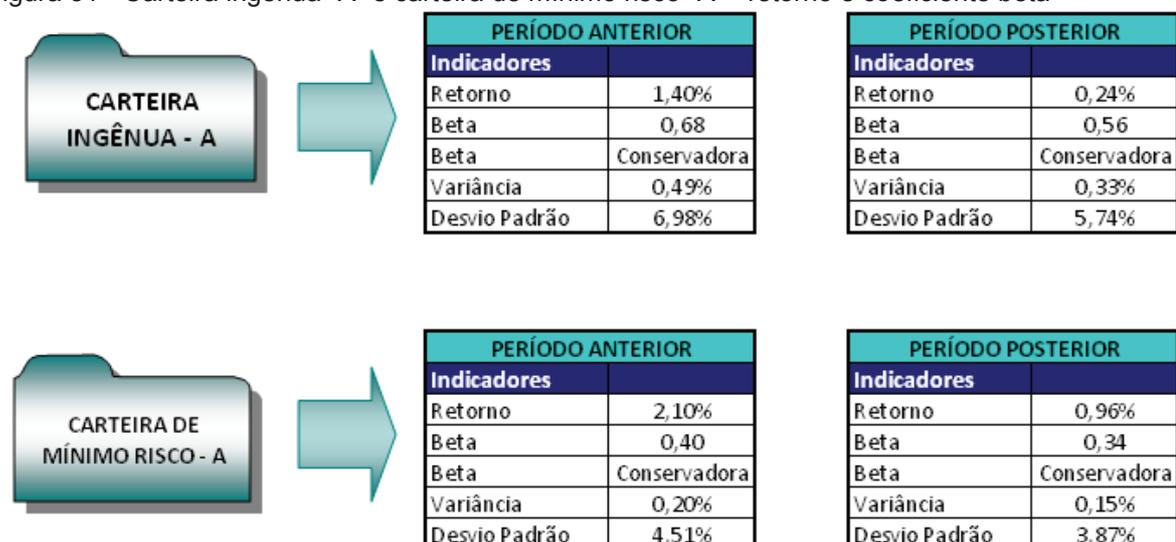
Figura 30 - Risco da carteira ingênua "A" e mínimo risco "A" - período anterior e posterior ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Cabe salientar que os indicadores de rentabilidade além do coeficiente beta estimados para essas carteiras também foram testados em ambos os períodos e seus resultados são demonstrados na Figura 31.

Figura 31 - Carteira ingênua "A" e carteira de mínimo risco "A" - retorno e coeficiente beta



Fonte: o autor, 2009.

Conforme observado na Figura 31, percebeu-se que além da redução do risco já comentada anteriormente, as carteiras apresentaram também uma redução no retorno médio no mesmo período. Além disso, o coeficiente beta da carteira nos dois períodos foi caracterizado como conservadores por apresentarem valores abaixo da unidade.

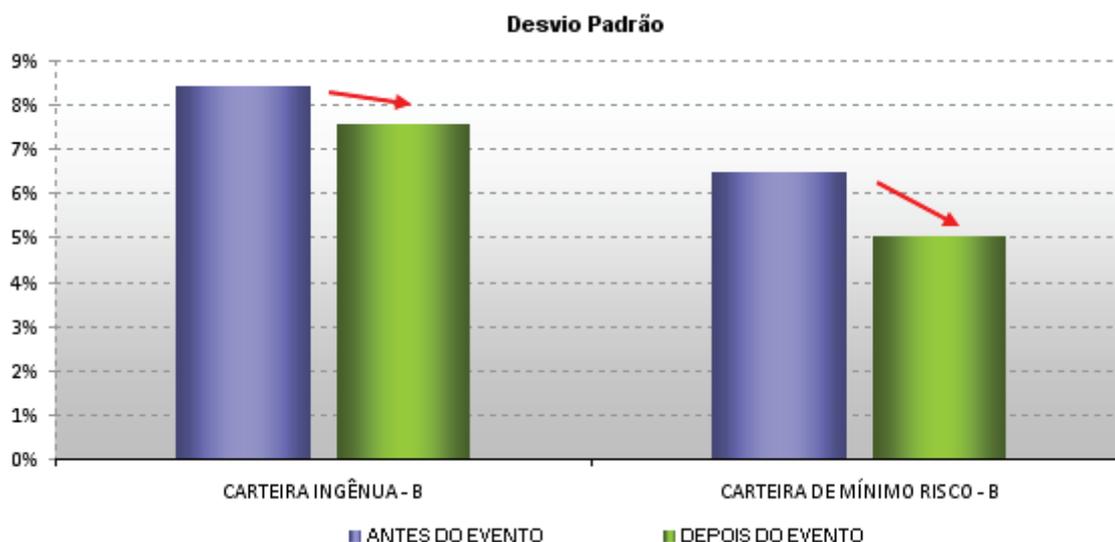
Compararam-se também no mesmo período os resultados da Carteira caracterizada como Ingênua “B” e da Carteira de Mínimo Risco “B”, visando identificar se no período estudado, houve alguma mudança significativa no risco das ações das empresas que não participam do programa de Governança Corporativa.

Nesse sentido, busca-se validar se esse evento (entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa) teve alguma interferência nos resultados das carteiras, ou se essas mudanças ocorreram de forma generalizada nas ações da Bovespa.

Assim, ao analisar o comportamento em termos de riscos da Carteira caracterizada como Ingênua, bem com a Carteira de Mínimo Risco, identificou-se uma leve redução de aproximadamente 10% no risco da Carteira Ingênua “B”.

Destaca-se aqui também a eficiência do modelo de otimização proposto por Markowitz, que acentuou a diferença em termos de risco, ao reduzir o risco para um patamar 22,63% para a carteira de Mínimo Risco “B” no período posterior a entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa, conforme mostra a Figura 32.

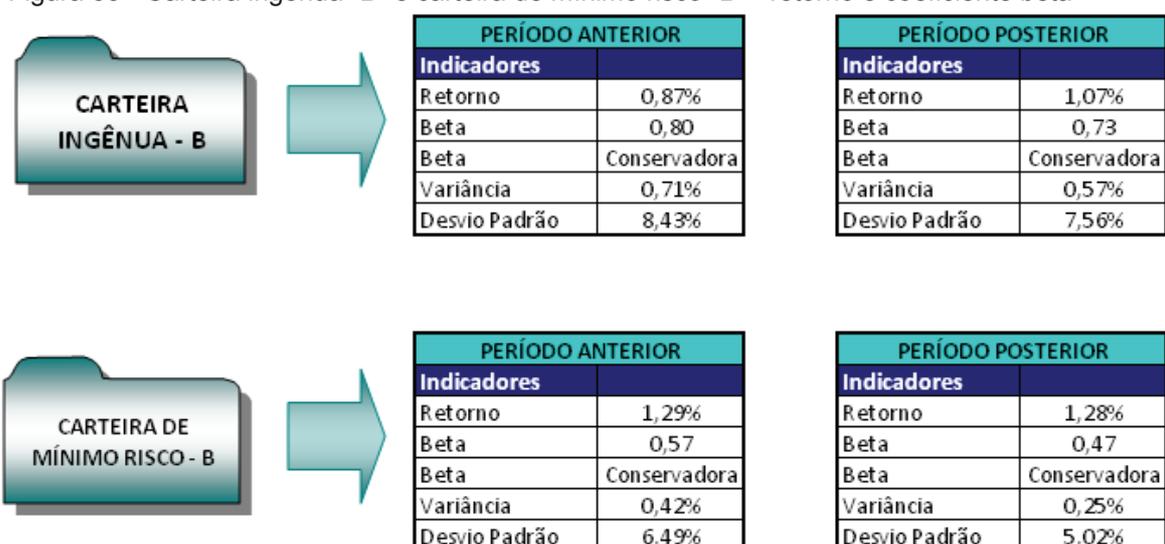
Figura 32 - Risco da carteira ingênua “B” e mínimo risco “B” - período anterior e posterior ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Cabe salientar que as carteiras tiveram também seus indicadores de rentabilidade além do coeficiente beta estimados para os mesmos períodos e seus resultados são demonstrados na Figura 33.

Figura 33 - Carteira ingênua “B” e carteira de mínimo risco “B” - retorno e coeficiente beta

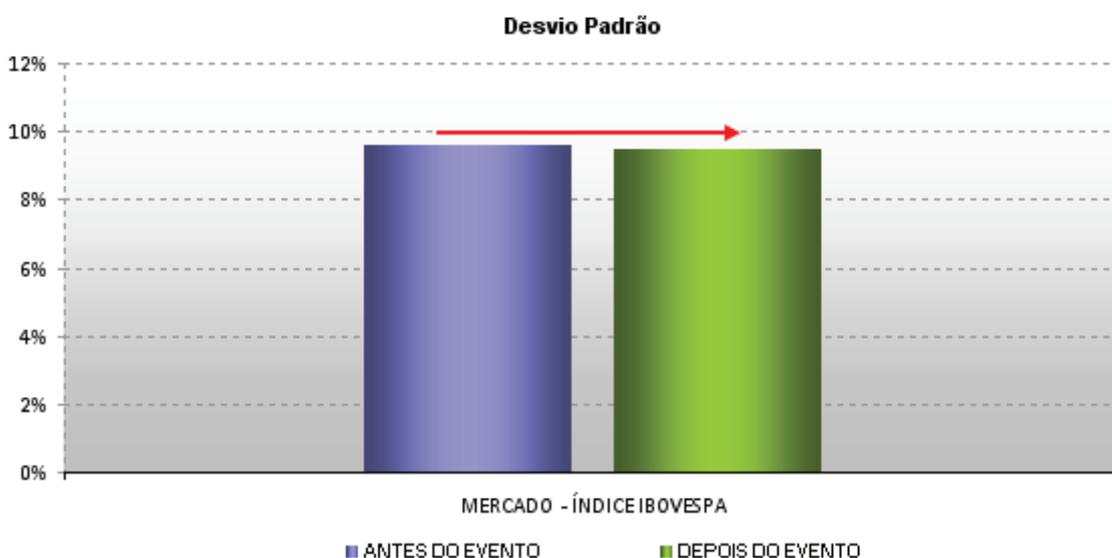


Fonte: o autor, 2009.

Conforme demonstra a Figura 33, a Carteira caracterizada como Ingênua “B” e de Mínimo Risco “B” tiveram seus retornos médios muito próximos nos dois períodos. Por outro lado, os coeficientes betas destas carteiras, que mostram o risco específico das empresas foram também considerados conservadores em todo o período do estudo, pois situaram-se abaixo da unidade.

Por fim, foi realizada a **análise do risco da carteira teórica do Ibovespa (Mercado)** antes e após a entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa. Percebeu-se que neste período o mercado de capitais brasileiro manteve-se estável, em relação ao seu risco conforme mostra a Figura 34.

Figura 34 - Risco da carteira da carteira de mercado no período anterior e posterior ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Afim também de confrontar os dados de rentabilidade, foram calculados o retorno médio do Mercado neste mesmo período, conforme demonstrado na Figura 35.

Figura 35 - Retorno da carteira de mercado no período anterior e posterior ao evento



Fonte: o autor, 2009.

Os resultados de rentabilidade obtidos demonstram que no período posterior ao evento em estudo, o mercado brasileiro de capitais teve redução no retorno médio. Essa redução, conforme visto anteriormente na figura 31, também ocorreu com as empresas da amostra 1 (participantes dos níveis diferenciados). Assim, entende-se que a redução no retorno médio das empresas participantes dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, não está relacionada com o evento em estudo.

4.4 RESUMO DOS RESULTADOS

O presente trabalho tem como objetivo principal avaliar a influência da adesão às práticas de Governança Corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa. Com este intuito, a seguir são demonstrados os principais resultados e suas respectivas análises considerando a ótica da pesquisa.

Em relação aos **Ativos financeiros**: de acordo com as Figuras 28 e 29, respectivamente, os resultados sugerem que as empresas que fazem parte de um dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, tem maior redução de risco (desvio padrão) quando comparadas com o mesmo período com empresas que não fazem parte deste programa da Bovespa.

A variação do risco chegou ao patamar de 16,13% para toda a amostra do grupo das empresas participantes e não ultrapassou a casa dos 4% para empresas que não participam destes mesmos níveis diferenciados

No que tange a análise das **Carteiras**: por meio das Figuras 30 e 32, observa-se primeiramente, a eficiência do método de otimização proposto por

Markowitz, o qual busca minimizar o risco diversificável.

Esse método de otimização proporcionou uma redução acentuada no risco (desvio padrão) para as carteiras de Mínimo Risco quando comparadas com as Carteiras Ingênuas. Essa redução de risco ultrapassou a casa dos 32% para ambas as carteiras. Além disso, a otimização proporcionou também uma redução de 40% no coeficiente beta da Carteira de Mínimo Risco “A” e 28% para a Carteira de Mínimo Risco “B”.

Em uma segunda análise, da mesma forma que ocorreu com os ativos individualmente, a carteira composta por empresas participantes de um dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa obteve uma redução mais acentuada no risco do que a carteira composta por empresas não participantes destes níveis.

A carteira das empresas participantes dos níveis diferenciados de Governança Corporativa tiveram uma redução 17,79% em seu risco, já a carteira das empresas que não participam destes níveis diferenciados obtiveram apenas 10% de redução do risco no mesmo período. Assim, os resultados sugerem que o fato das empresas terem aderido ao programa de Governança Corporativa da Bovespa, contribuiu de forma positiva para a redução no risco de suas ações.

Analisando-se a carteira teórica de Mercado, expressa pelo Ibovespa, percebe-se que durante todo o período de estudo (antes e após a adesão aos níveis diferenciados da governança corporativa), o risco da carteira apresentou-se estável, ou seja, não houve nenhuma diferença significativa no seu risco durante esse período analisado.

Assim, os resultados sugerem que o comportamento do mercado não influenciou a alteração de risco das empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa. Desta forma, a redução acentuada encontrada no grupo das empresas participantes pode estar relacionada ao fato das mesmas iniciarem neste programa da Bovespa. O estudo revela que 90% das empresas da Amostra 1, tiveram redução do seu risco depois de aderirem ao programa de Governança Corporativa.

Com o intuito de validar a hipótese de pesquisa H_0 , onde considera que o risco das carteiras (estimados por meio do desvio padrão) antes das empresas aderirem às práticas de Governança Corporativa, não difere estatisticamente após a adesão às práticas de Governança ($H_0: \sigma_{\text{Carteira Otimizada Antes}} = \sigma_{\text{Carteira Otimizada Depois}}$)

foi utilizado o teste de hipóteses F de Fisher.

Este teste de hipótese tem como um dos seus objetivos, avaliar se existem diferenças estatisticamente significativas entre duas variâncias populacionais, isto é, se as variâncias são heteroscedásticas (não constantes).

Desta forma, a carteira de ações das empresas participantes do programa de Governança Corporativa da Bovespa (Carteira Ingênua “A”) foi submetida a este teste de hipótese antes e depois do evento em estudo e seus resultados são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Teste de Fisher para a carteira ingênua A

Razão	1,296
F (Valor observado)	1,296
F (Valor crítico)	1,057
GL1	4999
GL2	4999
p-valor (bilateral)	<0,0001
alfa	0,05

Fonte: o autor, 2009.

Ao analisar os resultados auferidos na Tabela 1, pode-se rejeitar a hipótese nula (H_0) ao perceber que o valor de probabilidade (p-valor calculado) da estatística “F”, é menor do que o nível de significância alfa = 0,05.

Com base nas considerações anteriores, pode-se evidenciar que existem diferenças estatisticamente significativas entre as variâncias avaliadas antes e depois da adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa pelas empresas que compõem a Amostra 1.

As diferenças encontradas neste teste e também nas comparações realizadas nos ativos individualmente e nas suas carteiras, sugerem que existem evidências de que as empresas ao aceitarem os regulamentos de acesso previsto pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II ou Novo Mercado, passam a ser percebida pelo mercado como empresas de menor risco e maior transparência, resultando em menor variação (risco) das suas ações.

Assim as empresas poderiam se beneficiar dos programas diferenciados de Governança Corporativa oferecidos pela Bovespa, na captação de investidores dispostos a pagar um prêmio maior pelas suas ações, já que estas estariam em um

melhor patamar de risco do que as demais empresas não participantes destes programas de Governança Corporativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Desde que foi estabelecida nos Estados Unidos e Inglaterra, a Governança Corporativa tem como principal intuito resolver o conflito de agência, no qual os interesses do agente (gestor) são divergentes dos interesses do proprietário (acionista).

Além disso, a Governança Corporativa também tem como princípios restabelecer a confiança dos investidores, a qual foi abalada, por inúmeros escândalos financeiros envolvendo empresas nacionais e internacionais até então consideradas sólidas. Esses diversos escândalos no mercado são resultados de um excesso de informações assimétricas.

Assim, desde o ano de 2000 a BOVESPA, vem buscando solucionar os conflitos de agência ao satisfazer o novo perfil de investidor, o qual busca a maior quantidade possível de informações e proporcionar as empresas brasileiras um ambiente propício para a realização de suas atividades e captação de recursos financeiros. Para tanto instituiu o Novo Mercado e Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) pela Bolsa de Valores de São Paulo, além do já existente Mercado Tradicional.

Neste contexto, o presente estudo teve como principal objetivo, avaliar a influência da adesão às práticas de Governança Corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto negociadas na Bovespa. De forma geral, o fato de haver alteração estatisticamente significativa no risco das empresas listadas no Nível 1, 2 ou Novo Mercado de Governança Corporativa da BOVESPA no período de estudo, indica que existe evidências possíveis, na qual o evento ocorrido (adesão aos níveis diferenciados) afete o risco destas empresas.

Assim, as empresas que adotam tais práticas podem obter um menor risco de suas ações, quando estabelecem normas, condutas, que sejam percebidas pelos investidores, estas passam a ser referencial no mercado, atraindo uma maior demanda de investidores, na busca de um ambiente mais favorável para investirem seu patrimônio, assegurando para estes um menor risco.

Diante da importância do tema exposto e das observações realizadas a partir dos dados obtidos com a pesquisa, a adesão às práticas de Governança Corporativa passa a ser uma estratégia empresarial salutar, com a finalidade de que as empresas envolvidas com estas práticas se tornem mais competitivas, transparentes

e atraentes ao investidor. Com isso, podem passar também a captar maiores fontes de financiamento, com um custo reduzido. Outro ponto importante a ressaltar é que, as empresas ao utilizarem a adesão aos programas de Governança Corporativa oferecida pela Bovespa como sua estratégia empresarial, além de obterem os benefícios anteriormente citados, estas conseguem minimizar os conflitos de agência entre o proprietário e o agente.

Os conflitos mencionados anteriormente são considerados uma questão crucial para o desenvolvimento e crescimento de uma organização, pois estes interferem diretamente nas atitudes dos agentes o quais tem uma correlação perfeita com os resultados e performance organizacional.

Neste sentido, pode-se relacionar a Governança Corporativa como um conjunto de procedimentos, com objetivo de garantir o direito dos proprietários diante de possíveis conflitos de interesses com os agentes e também de proteger os acionistas minoritários frente aos interesses dos acionistas majoritários.

Em suma, a Governança Corporativa busca garantir que as tomadas de decisões estratégicas sejam eficientes e eficazes, principalmente por meio de transparência, ética, responsabilidade pelos resultados, prestação de contas e direitos iguais entre acionistas. Além disso, e diante dos resultados observados, existem fortes evidências de que as práticas de Governança Corporativa agregam valor às organizações e podem ser um estímulo para os investidores e uma alternativa para captação de recurso financeiro com um custo menos elevado.

Destaca-se aqui também, por meio dos resultados encontrados a eficiência do modelo de otimização proposto por Markowitz, que após a construção das carteiras hipotéticas e das suas respectivas otimizações minimizou a diferença existentes entre as Carteiras Ingênuas “A” e “B” e as Carteiras de Mínimo Risco “A” e “B”. A principal diferença encontrada deve-se a premissa adotada por esse modelo, a qual busca minimizar parte do risco total utilizando-se de diversificação e proporções ótimas da distribuição total dos ativos.

Em termos de limitações, o presente estudo apresenta algumas limitações no que se refere à amostra selecionada, bem como à metodologia empregada. Quanto a amostra, faz-se necessário frisar que o mercado de capitais brasileiro ainda não alcançou o grau de maturidade quando comparado com outros mercados mais desenvolvidos, tais como, o europeu ou o norte-americano.

Além disso, o estudo abordou uma parte das empresas que fazem parte do programa oferecido pela Bovespa, principalmente pelo fato de grande parte das empresas possuírem significativa desigualdade em suas datas de entrada no programa. Nas empresas selecionadas buscou-se minimizar a diferença de suas datas de entradas, para que a janela do evento não fosse muito extensa e, assim, pudesse interferir nas conclusões dos resultados.

Desta forma, a capacidade de generalização dos resultados obtidos pode tornar-se um pouco limitada. Por esse motivo, recomenda-se a replicação deste estudo em outras amostras do mercado nacional e também do mercado internacional a fim de contribuir para o fortalecimento da teoria da Governança Corporativa.

Quanto a metodologia empregada, considera-se que as variáveis selecionadas na análise dos dados são as que explicam de maneira conveniente o problema pesquisado, não considerando outras variáveis que por ventura influenciem no risco das empresas (*ceteris paribus*).

Neste contexto, faz-se também necessário recomendar que futuros estudos adotem outras metodologias e variáveis para a identificação da interferência no risco das ações de empresas que adotam os regulamentos de acesso previsto pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II ou do Novo Mercado. Assim, tais estudos poderão contribuir para deixar mais robustos os resultados encontrados neste trabalho, no que diz respeito à adoção dos programas de Governança Corporativa da Bovespa.

REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B; CORRAR, L. J; BATISTELA, F. D. Adoção de práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, out/dez, 2004.
- AGUIAR, A. B; CORRAR, L. J; BATISTELA, F. D. BERGMANN, Daniel R. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Eventos. **4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 2004.
- ANDRADE, G. A. R. de. Estudo Econométrico dos Efeitos da Migração para o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) da Bovespa. **IX SEMEAD**, 2006.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ANDRADE, G. A. R. **Governança Corporativa – Efeitos da Migração para o IGC (Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada) da BOVESPA: uma análise exploratória de seus reflexos no lucro por ação, desempenho e risco das empresas**. Dissertação de Mestrado em Economia Empresarial, Universidade Candido Mendes, Rio de Janeiro, 2005.
- ASSAF N. A. **Mercado Financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF N. A. **Finanças Corporativas e Valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BHIDE, A. Deficient Governance. **Harvard Business Review**. Nov./Dez. 1994
- BORGES, L. F. X; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, P.111-148, Dez. 2005.
- BOVESPA – **Bolsa de Valores de São Paulo**. Disponível em <http://bovespa.com.br/>. Acesso em outubro de 2009.
- BRIGHAM, E. F; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, julho/setembro 2002.
- CERETTA, P. S.; COSTA JR., N. C. **A. Quantas ações tornam um portfólio diversificado no mercado de capitais brasileiro**. In: COSTA JR., N. C. A.; LEAL, R. P. C.; LEM-GRUBER, E. F. (Org.). Mercado de Capitais: análise empírica no Brasil. São Paulo, Atlas: 2000. p. 19 – 33.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- COELHO, A. C. D; LIMA, I. S. **Segmentos de Governança da Bovespa:**

Diferenças nos graus de Conservadorismo Condicional na Divulgação de Resultados Contábeis. 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2007.

COLLIS, J; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração**. 2. ed. Ed. Bookman, São Paulo, 2005.

COSTA, A. R; CAMARGOS, M. A. de. Análise empírica do impacto da adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa sobre o retorno dos acionistas. **REGE - Revista de Gestão USP**. 2006.

CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa**: método qualitativo, quantitativo e misto. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2007

CVM: Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em outubro de 2009.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas**: Teoria e Prática. São Paulo: Bookman Companhia, 2004.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2003

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1994.

GONÇALVES Jr; PAMPLONA, E. O.; MONTEVECHI, J. A. Seleção de Carteiras Através do Modelo de Markowitz para Pequenos Investidores (Com o Uso de Planilhas Eletrônicas). **IX SIMPEP**, outubro de 2002. Bauru, SP.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. São Paulo: Makron Books, 2000.

HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E. & IRELAND, R. D. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IBCG: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2> >. Acesso em abril de 2005.

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

JUNG, C. **Metodologia para pesquisa e desenvolvimento aplicada a novas tecnologias, produtos e processos**. Rio de Janeiro. Axcel Books do Brasil, 2004.

KAYO, E. K; FAMÁ, R. Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, 2. semestre/1997.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: EPU-EDUSP, 1996.

LAKATOS, E. M; MARCONI, M. de A. **Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 2004.

MACEDO, M. A. da S; SIQUEIRA, B. de S. Estudo da Governança Corporativa no Brasil através de uma Análise Comparativa do IGC e do IBOVSPA no período de 2002 a 2005. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, segundo semestre de 2006.

MACEDO, F. de Q; MELLO, G. R; FILHO, F. T. Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a Percepção de Risco e Retorno das Ações pelo Mercado In: 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006. **Anais...** São Paulo, 2006.

MALACRIDA, M. J. C; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e suas Relações com a Volatilidade das Ações da Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, Edição Comemorativa, p. 65–79, São Paulo, 2006.

MARCH, J. G; SHAPIRA, Z. Managerial Perspectives on Risk Taking. **Management Science**, v.33, p.1404-1418, 1987.

MARCONI, M.; LAKATOS, E. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo. Editora Atlas, 2005.

MARKOWITZ, H. M. Portfolio Selection. **Journal of Finance**, p.77-91, Vol. VII, n. 1, mar 1952.

MATTEDI, L. G. **Como a Governança Corporativa Pode Ajudar no Fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro**. Dissertação de Mestrado, IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.

MELIS, A. Financial reporting corporate communication and governance: **Corporate ownership & control**, p.31-36, v1, issue2, winter, 2004.

MENDES, A. P. S. **Teoria da Agência Aplicada à Análise de Relações entre os Participantes dos Processos de Cooperação Tecnológica Universidade-Empresa**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2001.

MILGROM, P; ROBERTS, J. **Economics, Organizational & Management**. New

Jersey: Prentice-Hall, 1992.

NOSSA, V.; DALMÁCIO, F. Z. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. **BBR. Brazilian Business Review**, Vitória, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.

OLIVEIRA, D. de P. R de. **Planejamento estratégico: conceitos, metodologia, práticas**. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2004

PINHO, M. M. L. **Governança Corporativa como instrumento para redução do risco financeiro nos fundos de pensão**. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica de Santos, 2006.

PEDREIRA, E. B.; SANTOS J. O. Análise da Relação entre o Índice de Governança Corporativa e o Preço das Ações de Empresas do Setor de Papel e Celulose. **Revista PUC-SP**, 2006.

ROGERS, P. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. XXX ENANPAD, **Anais...**, 2006.

SALOMON, D. V. **Como fazer uma monografia**. 9. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2001.

SANTOS, A. R dos. **Metodologia científica: a construção do conhecimento**. 2. ed. Rio de Janeiro: DP&A, 1999.

SANVICENTE, A. Z; BELLATO, L. L. N. Determinação do grau necessário de diversificação de uma carteira de ações no mercado de capitais brasileiro. VII SEMEAD, **Anais...**, 2004.

SECURATO, J. R. O modelo de Markowitz na administração de carteiras. Artigo Técnico – **Revista Mercado de Capitais** n 67, p 17-20. São Paulo, julho de 1996.

SECURATO, J. R. **Decisões financeiras em condições de risco**, 244p, p. 191-230, Editora Atlas S. A. São Paulo, 1996.

SHARPE, W. Mutual Fund Performance. **The Journal of Business**, v. 39, n. 1, 1966.

SIFFERT, N. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia de Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2005.

SILVA, W. V; SAMOHYL, R. W.; COSTA, L. S. Formulação e gerenciamento de carteiras com base nos modelos CAPM e de Elton e Gruber. **Revista Teoria e Evidência Econômica**. Passo Fundo v. 9, n. 17, p. 25-42, nov., 2001.

MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES, P. A. de O. Existe Alguma Associação entre

Governança Corporativa e Diversificação da Firma? Um Estudo Empírico com as Indústrias Brasileiras. XVIII Encontro Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração, **Anais...**, Curitiba, 2004.

SIRQUEIRA, A. B; KALATZIS, A. E. G; TOLEDO, F. M. B.. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa, **Revista ANPEC**, v. 8, p. 2-22, 2007.

STEINER NETO, P. J. **A percepção dos resultados esperados pelos beneficiários como fator de influência no processo decisório.** Tese de doutorado: FEA - USP, 1998.

WESTON, J. F; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira.** Ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004.

WOOD JR., T.; PICARELLI F. V. **Remuneração Estratégica:** a nova vantagem competitiva. Atlas. 2. ed. São Paulo. 1999.

APÊNDICE A - COTAÇÕES MENSAIS NO PERÍODO ANTERIOR AO EVENTO

DATA	BR FOODS	BRADESCO	BRADESPAR	GERDAU	ITAUSA	RANDON	WEG	UIBANCO	SADIA	IBOVESPA	SELIC
mai/00	6,94	3,96	12,54	1,25	1,23	0,58	1,20	6,71	0,98	26568,34	971,46
jun/00	6,91	4,77	12,87	2,15	1,45	0,80	1,25	7,72	1,18	29646,21	982,72
jul/00	6,05	4,78	12,54	2,26	1,46	0,72	1,36	7,94	1,17	28700,28	979,78
ago/00	6,19	5,03	12,22	2,48	1,57	0,87	1,52	8,28	1,24	29864,94	980,71
set/00	6,19	4,76	11,90	2,24	1,52	0,82	1,53	7,79	1,22	27360,62	990,43
out/00	5,87	3,97	10,91	1,89	1,30	0,72	1,50	7,05	1,13	25502,36	1001,78
nov/00	6,31	5,37	9,42	1,41	1,28	0,58	1,64	7,10	0,97	22719,38	1010,77
dez/00	6,85	6,42	10,73	1,67	1,60	0,60	1,69	8,87	1,23	25938,26	1016,88
jan/01	6,81	5,91	10,85	2,08	1,89	0,63	1,71	8,89	1,44	29869,78	1023,91
fev/01	6,88	5,36	9,27	1,84	1,51	0,59	1,79	8,12	1,43	26736,49	1029,57
mar/01	6,74	5,27	9,14	1,83	1,45	0,57	1,93	7,98	1,32	24199,87	1038,57
abr/01	6,80	5,57	8,20	1,93	1,56	0,53	1,93	8,36	1,29	24858,55	1044,84
mai/01	6,67	5,48	7,43	1,51	1,89	0,55	2,54	8,99	1,24	24312,26	1054,48

Quadro 5: Cotações da Amostra 1 – Antes do Evento

DATA	PETROBRAS	VALE R.DOCE	SID NACIONAL	USIMIHAS	BRASIL	AMERICANAS	AMBEV	PERDIGAO	ARACRUZ	IBOVESPA	SELIC
mai/00	6,25	4,63	2,29	3,89	2,18	0,45	30,66	6,65	3,71	26568,34	971,46
jun/00	8,11	5,17	2,15	4,04	2,46	0,67	35,59	6,62	4,19	29646,21	982,72
jul/00	6,85	4,92	2,13	4,68	2,35	0,53	42,81	5,80	4,53	28700,28	979,78
ago/00	7,96	4,85	2,44	5,08	2,34	0,56	41,24	5,93	4,34	29864,94	980,71
set/00	7,60	4,56	2,15	5,02	2,37	0,53	46,05	5,85	3,64	27360,62	990,43
out/00	7,28	4,32	1,95	4,68	2,21	0,49	48,25	5,62	3,33	25502,36	1001,78
nov/00	6,82	3,85	1,89	3,81	2,15	0,36	46,85	6,05	2,72	22719,38	1010,77
dez/00	6,53	4,62	2,26	4,16	2,24	0,38	53,30	6,56	3,33	25938,26	1016,88
jan/01	7,73	5,50	2,90	5,60	2,95	0,49	63,01	6,53	3,33	29869,78	1023,91
fev/01	7,75	5,45	2,71	4,87	2,76	0,52	56,12	7,18	3,13	26736,49	1029,57
mar/01	6,93	5,47	2,66	4,11	2,76	0,37	56,47	6,45	3,31	24199,87	1038,57
abr/01	7,83	5,23	2,92	4,05	3,26	0,27	59,81	7,10	3,80	24858,55	1044,84
mai/01	8,73	5,83	2,71	3,08	2,95	0,21	59,24	6,39	4,92	24312,26	1054,48

Quadro 6: Cotações da Amostra 2 – Antes do Evento

APÊNDICE B - COTAÇÕES MENSAIS NO PERÍODO POSTERIOR AO EVENTO

DATA	BR FOODS	BRADESCO	BRADESPAR	GERDAU	ITAUSA	RAHDOLL	WEG	UIIBAICO	SADIA	IBOVESPA	SELIC
jun/01	5,40	5,38	7,85	1,70	1,69	0,57	2,33	9,46	1,18	24037,89	1062,38
jul/01	5,50	5,17	7,21	1,63	1,67	0,61	2,43	9,01	1,13	22410,72	1064,14
ago/01	5,61	4,92	5,66	1,57	1,58	0,61	2,14	8,11	1,20	20776,02	1073,65
set/01	5,73	4,67	4,58	1,29	1,45	0,57	2,18	7,83	1,06	17160,13	1084,84
out/01	5,85	4,39	5,77	1,78	1,53	0,53	2,33	7,85	1,31	18185,47	1092,42
nov/01	6,69	4,87	6,51	2,06	1,70	0,79	2,42	7,89	1,38	20547,20	1099,83
dez/01	6,76	5,67	6,81	1,99	1,73	0,79	2,49	8,08	1,30	21434,37	1107,96
jan/02	6,83	5,41	6,18	2,27	1,70	0,79	2,45	7,75	1,38	19979,09	1119,13
fev/02	6,78	6,11	6,84	2,54	1,94	0,77	2,52	9,11	1,42	21960,60	1129,04
mar/02	6,85	6,05	6,37	2,71	1,90	0,85	2,68	8,51	1,42	20617,82	1137,70
abr/02	6,72	6,29	5,73	3,01	1,90	0,75	2,63	8,53	1,41	20193,38	1145,41
mai/02	6,72	5,70	5,38	2,96	1,70	0,82	2,68	7,89	1,27	19806,10	1159,18
jun/02	6,69	4,83	4,61	2,78	1,55	0,86	2,64	7,25	1,19	17082,45	1169,68

Quadro 7: Cotações da Amostra 1 – Depois do Evento

DATA	PETROBRAS	VALE R.DOCE	SID NACIONAL	USIMINAS	BRASIL	AMERICANAS	AMBEV	PERDIGAO	ARACRUZ	IBOVESPA	SELIC
jun/01	7,84	5,33	3,08	3,08	3,59	0,22	59,48	6,24	5,02	24037,89	1062,38
jul/01	7,92	5,30	2,76	2,92	3,26	0,20	54,35	6,86	4,69	22410,72	1064,14
ago/01	7,98	5,11	2,50	2,73	3,32	0,25	52,42	7,55	5,18	20776,02	1073,65
set/01	7,43	5,25	1,89	1,90	2,73	0,22	46,42	5,49	4,65	17160,13	1084,84
out/01	7,45	5,55	1,95	1,87	2,82	0,28	47,27	5,60	5,56	18185,47	1092,42
nov/01	7,00	5,64	2,42	2,68	3,32	0,33	51,26	6,41	5,02	20547,20	1099,83
dez/01	7,24	5,70	2,50	3,05	3,83	0,40	50,51	7,05	4,47	21434,37	1107,96
jan/02	6,78	5,65	2,54	3,34	3,24	0,50	49,39	7,76	4,78	19979,09	1119,13
fev/02	7,88	6,31	2,99	3,71	3,82	0,61	50,96	6,50	5,55	21960,60	1129,04
mar/02	8,37	6,38	2,83	3,58	4,24	0,69	48,11	7,15	5,37	20617,82	1137,70
abr/02	7,90	6,59	3,17	3,78	4,89	0,77	51,40	6,44	5,75	20193,38	1145,41
mai/02	7,83	7,71	3,37	3,61	4,74	0,65	49,10	7,08	6,01	19806,10	1159,18
jun/02	7,02	7,53	3,12	3,22	3,21	0,56	45,61	6,41	6,55	17082,45	1169,68

Quadro 8: Cotações da Amostra 1 – Depois do Evento