



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 7, n. 4, p. 82-97, out./dez., 2011

doi:10.4270/ruc.2011432
Disponível em www.furb.br/universocontabil



A INFLUÊNCIA DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO RISCO DAS AÇÕES DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO¹

THE INFLUENCE OF THE ADHESION TO CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON THE STOCK'S RISK OF OPEN CAPITAL COMPANIES

Wesley Vieira da Silva

Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina
Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC/PR
Endereço: Rua Imaculada Conceição, 1155, Bairro Prado Velho
CEP: 80215-901 – Curitiba/PR – Brasil
E-mail: wesley.vieira@pucpr.br
Telefone: (41) 3271-1476

Samir Alessandro de Andrade Silveira

Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC/PR
Endereço: Rua Imaculada Conceição, 1155, Bairro Prado Velho
CEP: 80215-901 – Curitiba/PR – Brasil
E-mail: wesley.vieira@pucpr.br
E-mail: samir.a.silveira@hsbc.com.br
Telefone: (41) 3271-1476

Jansen Maia Del Corso

Doutor em Administração pela Universidad Ramón Llull de Barcelona
Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração da PUC/PR
Endereço: Rua Imaculada Conceição, 1155, Bairro Prado Velho
CEP: 80215-901 – Curitiba/PR – Brasil
E-mail: del.corso@pucpr.br
Telefone: (41) 3271-1476

Humberto Stadler

Doutor em Administração pela Universidad de León
Professor da Universidade Estadual de Ponta Grossa
Endereço: Av. General Carlos Cavalcanti, 4748, Campus Uvaranas
CEP: 84030-900 – Ponta Grossa/PR – Brasil
E-mail: stadlerplatano@uol.com.br
Telefone: (42) 3220-3264

¹ Artigo recebido em 18.11.2009. Revisado por pares em 29.06.2010. Reformulado em 12.02.2011. Recomendado para publicação em 16.02.2011 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 31.10.2011. Organização responsável pelo periódico: FURB.

RESUMO

Recentemente, as empresas brasileiras vêm se deparando com um novo perfil de investidor, que não está somente em busca de oportunidades, mas também preocupado com o risco envolvido na transação. Esta preocupação decorre principalmente de inúmeros escândalos envolvendo grandes corporações. Assim, a adesão à prática de governança corporativa pode ser entendida como uma estratégia da empresa, com o intuito de se tornar competitiva e de criar um ambiente propício para a recepção de investidores, procurando assim reduzir o custo com a captação de fontes de financiamento. Este estudo tem como objetivo investigar se existem diferenças entre as empresas que aderiram às práticas de governança corporativa antes e após a efetiva adesão aos níveis diferenciados. Trata-se de um estudo empírico-analítico que avalia sob a ótica do investidor, se o risco de uma carteira de ações otimizadas pelo método de Markowitz não sofreu mudanças estatisticamente significativas após o evento de adesão. Utilizou-se o teste de hipóteses F-Fisher visando avaliar se as variâncias amostrais, antes e após a adesão aos níveis diferenciados de governança diferem estatisticamente, considerando um nível de significância de 5%. Os resultados obtidos levam à conclusão que existem evidências estatisticamente significantes para se rejeitar a hipótese nula, de que a adesão dessas empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA afeta o risco das empresas no mercado.

Palavras-chave: Governança corporativa. Otimização de carteira. Markowitz.

ABSTRACT

Recently, Brazilian companies have been facing a new investor's profile that is not only searching for opportunities, but also worried with the risk involved in the transaction. This concern is the result of many scandals involving major corporations. Thus, the adherence to corporate governance's practice can be understood as a strategy of the company, with the intention of becoming competitive and creating a propitious environment for receiving investors, aiming at the reduction of cost with the capitation of financing sources. The goal of this study is to investigate whether there are differences between the companies which adhered to corporate governance practices before and after the effective adherence to the different levels. This is an empirical analytical study which evaluates, from the investor's point of view, if the risk of a share portfolio optimized by Markowitz's model has not been significant changed statistically after the adherence. The hypothesis F-Fisher test was used to evaluate whether the variances of the sample, before and after accession to the different levels of governance, differ statistically, considering a significance level of 5%. The results lead to the conclusion that there are statistically significant evidences to reject the null hypothesis that the adherence of these companies to the different levels of BOVESPA's corporate governance affects the companies' risk in the market.

Keywords: Corporate governance. Portfolio optimization. Markowitz.

1 INTRODUÇÃO

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 de telefonia WorldCom, que resultaram na aprovação da Lei Sarbanes-Oxley (nome em referência a dois congressistas norte-americanos responsáveis pela sua elaboração, Paul S. Sarbanes e Michael Oxley), com o objetivo de proporcionar maior confiabilidade e transparência nos resultados das empresas, além de instituir rigorosas punições contra fraudes corporativas.

As organizações brasileiras, na busca de se tornarem mais competitivas e de criarem um ambiente propício para a recepção de capital externo e interno, passaram 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.

Nas últimas duas décadas, para 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, Comissão de Valores Mobiliários - CVM) com o intuito de fornecer incentivos, mecanismos e recomendações de melhores práticas de governança. Destaca-se ainda a instituição do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) da Bovespa em dezembro de 2000.

Siqueira (2007) mostra que o sistema de governança corporativa presente em um determinado país depende de vários fatores, tais como cultura, legislação, sistema regulatório existente, organização interna de trabalho das organizações, as instituições de mercado e a estrutura de propriedade existente do país. 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 BOVESPA (2005), ao entrarem nos níveis diferenciados de governança corporativa ou para o Novo Mercado, as empresas trazem benefícios para si próprias e benefícios externos (investidores, mercado acionário, país). As 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 se discorre 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 Van Breda (1999), a teoria de 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 em busca da maximização de suas utilidades pessoais e os autores defendem que é impossível assegurar que o agente sempre agirá no melhor interesse para o principal.

Para Sirqueira, Kalatzis e 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 importante instrumento para mitigar os efeitos causados pelo problema de agência. Segundo Vieira e Mendes (2004, p. 105), 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.

Na visão de Bushman e Smith (2003), um dos objetivos das estruturas de governança é assegurar que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da firma. A adoção de boas práticas de Governança Corporativa, conforme Assaf Neto (2009, p. 129), é “a preocupação pela transparência da forma como uma empresa deve ser dirigida e controlada e sua responsabilidade nas questões que envolvem toda a sociedade”. Portanto, as boas práticas de governança corporativa surgem como um instrumento para buscar a superação do clássico problema da teoria de agência, e são enquadradas como o mecanismo de controle para inibir ou limitar os agentes (administradores) a agirem em interesse próprio e simultaneamente ainda reduziram a assimetria de informações.

Baseado nas conjecturas anteriores, a governança corporativa pode ser definida não somente como procedimentos e mecanismos de gestão, mas também como uma 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 o custo de capital em decorrência da credibilidade junto a credores e aos acionistas que estarão dispostos a investir.

Com base no exposto anteriormente, o qual aponta que empresas com boas práticas de governança corporativa possuem maior retorno e menor risco para os investidores, isso remete a pensar sobre qual é a real percepção do mercado em relação a estas empresas. Rogers (2006) menciona 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.

Vários outros autores compartilham deste mesmo entendimento. Andrade e Rossetti (2006) mencionam que “boas práticas de governança corporativa permitem uma melhor gestão, maximizando a riqueza para os acionistas”. Hitt, Hoskisson e Ireland (2002) afirmam que “a governança corporativa preocupa-se em identificar maneiras que garantam que as decisões estratégicas sejam tomadas eficientemente”.

Em face das considerações anteriores, o presente estudo tem como objetivo avaliar se existem diferenças estatisticamente significativas entre o risco de empresas que aderiram às práticas de governança corporativa da Bovespa antes e após a sua efetiva adesão. À luz dos resultados empíricos busca-se responder a seguinte questão de pesquisa: Existem diferenças estatisticamente significativas entre os riscos mensurados pelas variâncias amostrais, de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança antes e após a adesão? Para tanto, será analisado o risco de uma carteira de ações otimizadas pelo modelo de Markowitz antes e após o período de adesão a estas práticas. O período de análise está compreendido entre agosto de 2000 e abril de 2004.

O trabalho encontra-se estruturado em cinco seções que podem ser sumarizadas da seguinte forma: a primeira diz respeito a parte introdutória; a segunda trata da fundamentação

teórico-empírica; a terceira traz a metodologia utilizada na pesquisa; a quarta trata da apresentação e análise dos dados; e a quinta diz respeito as considerações finais do estudo e recomendações para futuras pesquisas sobre o tema investigado.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 A Relação Risco e Retorno

Existem dois aspectos importantes que devem ser considerados em um investimento financeiro: retorno e risco. Retorno é o resultado estimado do capital aplicado no final do investimento. O risco é a probabilidade de perda ou dano decorrente de exposições em situações em que há uma expectativa de ganho. 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.

Maccrimmon e Wehrung (1986) consideram que existem três condições para a caracterização de risco: a) possibilidade de haver perda ou dano; b) possibilidade associada a essa perda; c) possibilidade de o decisor agir de forma tal, que aumente ou diminua a magnitude ou a probabilidade dessa perda ou dano.

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, existe preocupação em se tentar auferir o máximo possível de retorno em um investimento, sem comprometer o risco envolvido na transação. Refletindo sobre isso, em 1952, Harry Markowitz, em seu artigo *Portfolio Selection*, buscou uma solução para minimizar o risco de uma carteira de investimento para certo nível de ganho esperado.

Harry Markowitz, com sua Moderna Teoria de Carteiras (MTC), a qual lhe proporcionou em 1990 o prêmio Nobel de Economia, procurou formar *portfolios* que proporcionassem o mínimo de risco possível, baseando-se em conceitos de estatística, com o intuito de reduzir a incerteza. Em resumo, sua teoria consiste na possibilidade dos investidores definirem carteiras de mínimo risco.

Uma carteira é um conjunto de títulos que um investidor dispõe, proporcionando a ele um retorno e um risco. A rentabilidade de uma carteira pode ser vista como a média ponderada dos retornos individuais dos ativos que a compõem. O retorno esperado da carteira composta por dois ativos pode ser dado conforme a expressão que segue:

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

Onde:

\bar{R}_1 e \bar{R}_2 são as taxas médias de rentabilidade dos ativos que compõem a carteira;

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 risco de um ativo individual, ou seja, é uma média ponderada dos desvios padrão dos ativos que compõem a carteira. O risco de uma carteira é menor que o risco médio dos ativos individuais que a compõem. A ideia principal de uma carteira é viabilizar a diversidade do investimento e do risco, proporcionando assim uma menor volatilidade. Brigham e Ehrhardet (2006) destacam que uma ação pode ser bastante arriscada se mantida individualmente.

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

Damodaran (1999) 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 ou risco de mercado, é a parcela de risco que afeta o mercado como um todo. 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. O risco total é representado conforme a expressão que segue:

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

É fundamental destacar que a diversificação de investimentos, como o próprio nome diz, pode minimizar apenas o risco diversificável, pois, conforme encontra-se relacionado a empresas específicas, a diversificação pode balancear estas oscilações. Já o risco de mercado, por ser influenciado por fatores que afetam a maioria das empresas, não pode ser eliminado por diversificação. O risco que se buscou analisar neste artigo é o risco de mercado ou risco sistemático, já que o risco diversificado será eliminado por meio da diversificação da carteira.

O risco sistemático pode ser medido pelo grau em que uma determinada ação tende a subir e descer quando comparada com o mercado. Essa medida de volatilidade da ação em relação ao mercado (nesse estudo, refere-se a rentabilidade média do IBOVESPA) é traduzida pelo coeficiente beta, β . O cálculo do beta pode ser realizado por meio da expressão que segue:

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

Onde:

β coeficiente beta ou risco sistemático;

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

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

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 pode ser caracterizado como defensivo, isto é, possui variações no mesmo sentido, porém inferiores ao mercado. Por exemplo, se o mercado valoriza X%, este ativo tende a valorizar, entretanto, em uma escala menor que o mercado (Y%);

$\beta > 1 \rightarrow$ o ativo que tiver um beta nestas condições pode ser considerado como agressivo, pois possui variações maiores do que o mercado e no mesmo sentido. Por exemplo, uma ação que tem um $\beta = 2$ tende a valorizar/desvalorizar 2 vezes o ocorrido com o mercado;

$\beta = 1 \rightarrow$ o ativo pode ser classificado como neutro, significando que há uma correlação perfeita entre as taxas de retorno do ativo individual e as taxas de retorno do mercado, ou seja, a medida que o mercado sobe/desce X% o ativo no mesmo sentido varia Y%.

Ao analisar a Figura 1 pode-se abstrair algumas informações. Os pontos A e B indicam o risco do ativo X e Y, respectivamente, para um dado nível de retorno. O ponto C na mesma figura representa a média simples dos risco dos ativos X e Y.

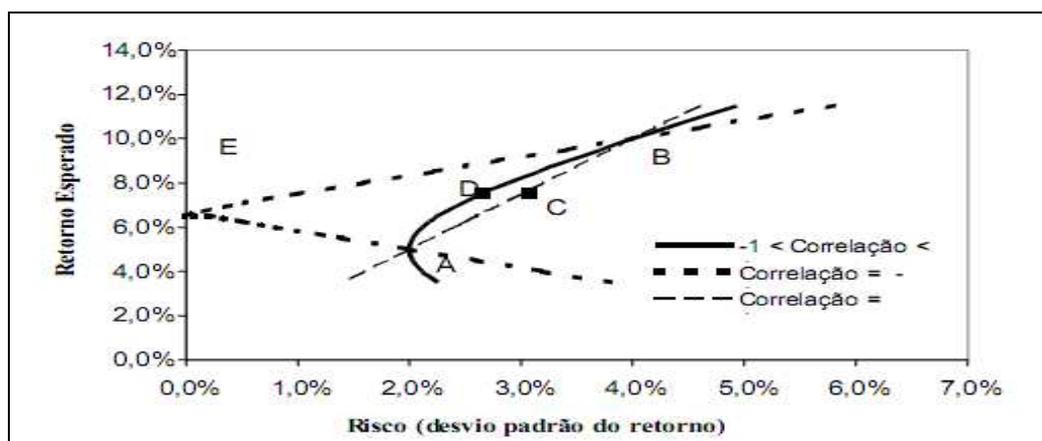


Figura 1 – Relação risco versus retorno esperado para diferentes correlações

Fonte: elaboração própria.

Com base na Figura 1, se fosse formada uma carteira apenas por estes dois ativos, seria necessário, para determinar o risco desta carteira, identificar a correlação existente entre os ativos X e Y, pois o risco desta carteira não pode ser calculado apenas por meio de uma média simples, mesmo que a carteira fosse composta na mesma proporção dos dois ativos. Assim, ao otimizar uma carteira encontrando as proporções ótimas a serem aplicadas, consegue-se obter um risco inferior a média simples, como pode ser visto no ponto D da Figura 1. Vale ressaltar que quanto menor a correlação entre os ativos, maior será a diversificação e, conseqüentemente, menor será o risco.

2.2 Governança Corporativa

O mercado financeiro mundial vem constantemente sendo influenciado por escândalos financeiros envolvendo grandes corporações nacionais e internacionais. Assim, a confiança dos investidores vem sendo abalada dia a dia. Estes procuram cada vez mais ambientes favoráveis para investir seu capital. A sua preocupação deixou de ser somente com a rentabilidade, mas também com o risco envolvido no negócio.

Empresas de países emergentes, como o Brasil, preocupadas com este novo perfil de investidor, vêm procurando criar um ambiente propício para a recepção do capital destes investidores, com o intuito de se tornarem mais competitivas e reduzirem o custo com a captação de fontes de financiamento.

Uma das principais ações tomadas por importantes agentes do mercado de capitais brasileiro foram as alterações na Lei das S/A, que proporcionou maior proteção aos acionistas minoritários. Outra ação foi a instituição do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível I e II) pela Bolsa de Valores de São Paulo.

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. De acordo com a BOVESPA (2008), empresas com boas práticas de governança corporativa fornecem maior credibilidade ao mercado e, por conseqüência, aumentam a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem suas ações, além de pagarem um preço melhor.

Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa como o “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.

Essas empresas se comprometem a adotar um conjunto de normas e condutas, e após assinarem o contrato com a Bovespa, adentram em algum 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 demonstrado na Figura 2.



Figura 2 - Níveis de governança corporativa e grau de compromisso assumido

Fonte: elaboração própria.

De acordo com a BOVESPA (2008), 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, de acordo com Mattedi (2006), são: manutenção em circulação (*free-float*) de parcela mínima de ações, representando 25% do capital; realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre estas, a exigência de consolidação e revisão especial; comprometimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*; disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

As empresas que aderem ao Nível 2, de acordo com a BOVESPA (2008), 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.

A criação dos níveis de governança corporativa, por parte da BOVESPA, surge como um mecanismo de controle para inibir ou limitar os agentes (administradores) a agirem em interesse próprio. Além disso, os interesses dos acionistas majoritários *insiders* podem não estar alinhados com os interesses dos acionistas minoritários. Isto pode se explicar pelo fato de que, em função de possuírem uma menor fatia de capital, sofreriam menos prejuízos em decorrência das decisões que são tomadas (LA PORTA, 2008).

Segundo Mattedi (2006), suas regras são: a) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; b) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles in the United States (US GAAP)* ou do *International Accounting Standards Committee (IASC)*; c) 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; d) 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; e) 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; f) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

Segundo BOVESPA (2008), 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 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 atraindo maior número de investidores.

Para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (*Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD*), a empresa com boas práticas de governança corporativa, na área de mercado de capitais, observa os 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. A Governança Corporativa, por meio de seus principais pilares, busca proporcionar ao investidor um ambiente de maior segurança e atratividade, que ao perceber estes benefícios passa a valorizar estas empresas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa aplicada pode ser caracterizada como um estudo empírico de natureza quantitativa. Trata-se de um estudo longitudinal, cujo processo de amostragem foi o não-probabilístico por conveniência. Os dados necessários para a construção da carteira ótima foram obtidos junto a Economática® Software para Investimentos LTDA.

Para o desenvolvimento da pesquisa foram utilizadas as cotações mensais (ajustadas pela inflação) de cinco empresas com ações negociadas na Bovespa, no período de abril de 2000 a agosto de 2004. O período de estudo foi segmentado em dois, o primeiro compreendido entre abril de 2000 e março de 2002, isto é, anterior ao evento de adesão; e o segundo período compreendido entre setembro de 2002 e agosto de 2004, este já posterior ao evento, conforme representado na Figura 3.



Figura 3 - Período de análise segmentado antes e após a adesão às práticas de governança corporativa

Fonte: elaboração própria.

Visando estimar a taxa de rentabilidade contínua das ações selecionadas, calculou-se o logaritmo neperiano ao preço de fechamento das ações do mês atual dividido pelo preço de fechamento das ações do mês anterior, conforme a seguinte expressão:

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

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 $t-1$.

Com relação à amostra, buscou-se aquelas empresas que possuíam dentro do período de estudo a maior proximidade de datas, em relação a sua adesão a um dos níveis de Governança Corporativa. Essa proximidade de datas foi essencial para análise dos dados, pois, conforme já mencionado, os estudos foram 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. As empresas selecionadas estão demonstradas no Quadro 1.

Nº	Razão Social	Nome de Pregão	Data de Adesão	Nível de Governança
1	Aracruz Celulose e Papel S.A	Aracruz	16/04/2002	Nível 1
2	Brasil Telecom Participações S.A	Brasil T Par	09/05/2002	Nível 1
3	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A	Celesc	26/06/2002	Nível 2
4	NET Serviços de Comunicação S.A	Net	27/06/2002	Nível 2
5	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	Sabesp	24/04/2002	Novo Mercado

Quadro 1 – Empresas que aderiram às práticas de governança corporativa no período do estudo

Fonte: Bovespa (2008).

Além disso, utilizaram-se as taxas de retorno 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), valeu-se da média aritmética da taxa de juros over/selic.

O principal objetivo deste estudo é avaliar o risco de empresas que aderiram às práticas de Governança Corporativa da Bovespa. Para tanto, foi criada uma carteira de ações, otimizada pelo modelo de Markowitz, e analisado o risco desta antes e após o período de adesão a estas práticas. Com base no problema de pesquisa, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_0 : o risco da carteira de investimentos em ações antes da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não difere estatisticamente do risco da carteira após a adesão de governança corporativa, estimado pela variância.

Uma vez que a hipótese nula H_0 refere-se ao fato do risco da carteira antes não diferir estatisticamente do risco da carteira após a adesão aos níveis de governança corporativa, tem-se ainda como hipótese alternativa:

H_1 : o risco da carteira de investimentos em ações antes da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa difere estatisticamente do risco da carteira após a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, estimado pela variância.

Visando avaliar se há diferenças estatisticamente significativas entre os riscos das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa, utilizou-se como medida de risco das empresas a variância amostral estimada a partir do histórico das taxas de variação dos fechamentos das ações. Para averiguar se as variâncias possuem diferenças estatisticamente significativas utilizou-se o teste de hipóteses F-Fisher, valendo-se de um nível de significância de 5%.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

As Tabelas 1 e 2, respectivamente, apresentam as estatísticas descritivas (taxa de retorno médio e o risco estimado pelo desvio padrão) do retorno individual de cada uma das ações das empresas analisadas. Além disso, demonstra o cálculo do coeficiente beta, com o auxílio da expressão (3).

O coeficiente beta β refere-se ao coeficiente angular de um modelo de apenas um índice, o qual neste estudo é representado pelo índice Ibovespa. É utilizado como uma medida de risco sistemático, que não é diversificável por meio da montagem de uma carteira.

Tabela 1 – Análise individual dos ativos antes do período de adesão às práticas de governança

Empresas	Taxa média de retorno (\bar{R}_i)	Desvio padrão	Betas: $\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$
Aracruz	0,86%	12,52%	$\beta = 0,00485 / 0,00871 = 0,55720$
Brasil T Par	-1,59%	14,85%	$\beta = 0,01131 / 0,00871 = 1,29846$
Celesc	-1,38%	10,66%	$\beta = 0,00620 / 0,00871 = 0,71194$
Net	-8,42%	20,56%	$\beta = 0,01260 / 0,00871 = 1,44655$
Sabesp	-085%	14,87%	$\beta = 0,00964 / 0,00871 = 1,10611$

Fonte: dados de pesquisa.

Observe que a Tabela 1 refere-se ao período de abril de 2000 a março de 2002, período este anterior ao evento (adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa). A Tabela 2 refere-se ao período de setembro de 2002 a agosto de 2004, período posterior a este evento.

Tabela 2 – Análise individual dos ativos após o período de adesão às práticas de governança

Empresas	Taxa média de retorno (\bar{R}_i)	Desvio padrão	Betas: $\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$
Aracruz	2,31%	9,80%	$\beta = 0,00111 / 0,00660 = 0,16802$
Brasil T Par	-0,61%	9,30%	$\beta = 0,00442 / 0,00660 = 0,66985$
Celesc	1,51%	11,11%	$\beta = 0,00507 / 0,00660 = 0,76752$
Net	2,49%	22,12%	$\beta = 0,00437 / 0,00660 = 1,66188$
Sabesp	0,59%	11,00%	$\beta = 0,00016 / 0,00660 = 0,02466$

Fonte: dados de pesquisa.

Baseando-se nos dados expostos nas Tabelas 1 e 2, respectivamente, formulou-se uma carteira, composta por todas as empresas da amostra denominadas aqui de carteira padrão, ou seja, uma carteira denominada de ingênua, que contempla uma distribuição proporcional dos ativos, conforme apresentado na Figura 4.

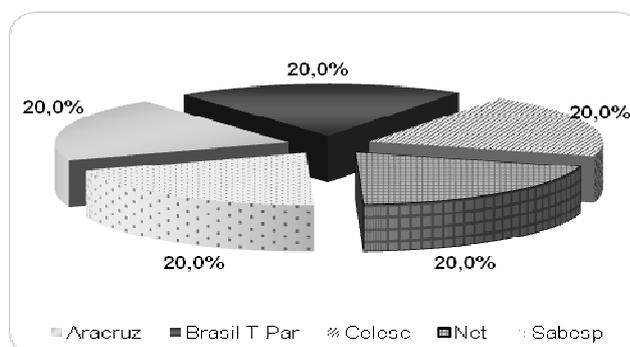


Figura 4 – Carteira padrão com distribuição proporcional dos ativos

Fonte: dados da pesquisa.

Nas Figuras 5 e 6, respectivamente, observa-se que houve uma redução do risco diversificável mensurado por meio do desvio padrão após a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, bem como um aumento no retorno individual de cada ativo.

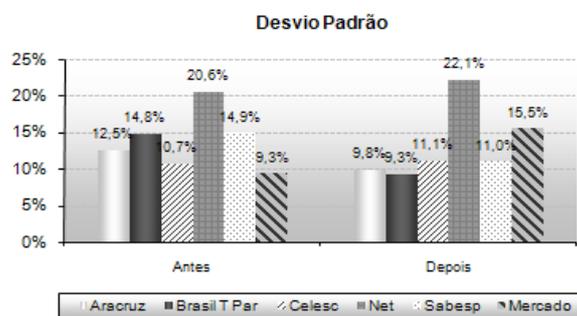


Figura 5 – Estimativa do risco (desvio padrão)
Fonte: dados da pesquisa.

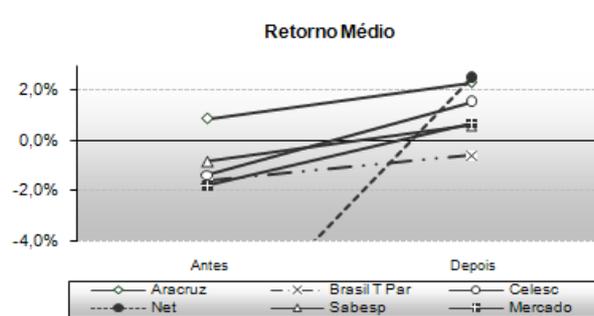


Figura 6 – Estimativa do retorno médio
Fonte: dados da pesquisa.

A partir desta carteira formulada anteriormente foi estimado o risco e o retorno da carteira, conforme demonstrado na Tabela 3. Onde, \bar{R}_p representa o retorno médio da carteira. Calculou-se ainda com o auxílio da expressão (1), demonstrada anteriormente, o coeficiente beta da carteira β_p auferido a partir da expressão (4). A variância da carteira σ_p^2 foi estimada com base na expressão (5) e o desvio padrão da carteira σ_p foi estimado a partir da raiz quadrada da variância. Todos os valores foram analisados no período anterior a ocorrência do evento que se refere a adesão.

$$\beta_p = \phi_1\beta_1 + \phi_2\beta_2 + \phi_3\beta_3 + \phi_4\beta_4 + \phi_5\beta_5 \quad (4)$$

Onde $\beta_1; \beta_2; \dots; \beta_5$ são os betas individuais de cada ativo e os parâmetros $\phi_1; \phi_2; \dots; \phi_5$ são os percentuais a serem aplicados na carteira. Caso o β_p estimado seja maior do que a unidade, a carteira padrão será caracterizada como agressiva. Caso contrário, se o β_p estimado for menor do que a unidade, a carteira ingênua é caracterizada como conservadora.

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 + \sigma_M^2 + \beta_1 \cdot \phi_1^2 + \beta_2 \cdot \phi_2^2 + \beta_3 \cdot \phi_3^2 + \beta_4 \cdot \phi_4^2 + \beta_5 \cdot \phi_5^2 \quad (5)$$

Onde, $\beta_1; \beta_2; \dots; \beta_5$ são os parâmetros $\phi_1; \phi_2; \dots; \phi_5$, referem-se os percentuais a serem aplicados, tal como já foram descritos anteriormente; enquanto a variância de mercado é representada por σ_M^2 , que para o período de análise (antes da adesão às práticas de governança) têm o valor estimado de 0,0087.

Tabela 3 – Risco e retorno da carteira ingênua (proporcional) no período anterior ao evento

Empresas	Participação na carteira	Taxa média de retorno (\bar{R}_p)	Variância: σ_p^2	Desvio padrão: σ	Betas (β_p)
Aracruz	20%	-2,28%	0,0110	10,51%	1,024
Brasil T Par	20%				
Celesco	20%				
Net	20%				
Sabesp	20%				

Fonte: dados de pesquisa.

Após a definição da carteira ingênua, esta foi otimizada valendo-se do modelo de Markowitz. Os resultados do processo de otimização encontram-se evidenciados na Figura 7.

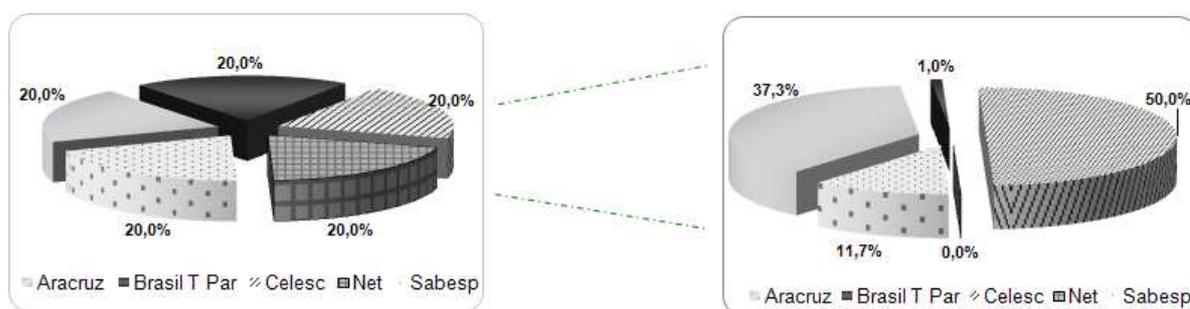


Figura 7 – Resultados da carteira ingênua versus carteira otimizada

Fonte: elaborada com os dados da pesquisa conforme o modelo de Markowitz.

É importante ressaltar que a Moderna Teoria de Carteira proposta por Markowitz busca uma solução para minimizar o risco envolvido no investimento. Observa-se a partir da Figura 7, que as ações da empresa NET, não farão parte da carteira otimizada. Já era de se esperar esta exclusão, visto que as ações desta empresa, quando comparada com as demais, têm a maior volatilidade no período analisado.

De posse da carteira otimizada, da mesma forma que a carteira ingênua, seus indicadores de risco e retorno foram analisados no mesmo período (antes da adesão às práticas de governança), conforme pode ser observado na Tabela 4.

Tabela 4 – Risco e retorno da carteira otimizada no período anterior ao evento

Empresas	Participação na carteira	Taxa média de retorno (\bar{R}_p)	Variância σ_p^2	Desvio padrão σ	Betas (β_p)
Aracruz	37,30%	-0,49%	0,0063	7,97%	0,706
Brasil T Par	0,95%				
Celesc	50,00%				
Net	0,00%				
Sabesp	11,75%				

Fonte: dados de pesquisa.

Evidencia-se a partir da Tabela 4, que o indicador de retorno e, principalmente, os indicadores de risco, tiveram melhoras significativas, quando comparados com os da carteira ingênua. Esta nova carteira pode ser caracterizada como conservadora, quando observado o valor do seu coeficiente beta.

Também avaliou-se a carteira otimizada, no período posterior ao evento, mantendo-se com isso a mesma otimização, isto é, as mesmas porcentagens de recursos a serem aplicados. Os seus resultados podem ser vislumbrados na Tabela 5.

Tabela 5 – Risco e retorno da carteira otimizada no período posterior ao evento

Empresas	Participação na carteira	Taxa média de retorno (\bar{R}_p)	Variância σ_p^2	Desvio padrão σ	Betas (β_p)
Aracruz	37,30%	-1,68%	0,0065	8,08%	0,456
Brasil T Par	0,95%				
Celesc	50,00%				
Net	0,00%				
Sabesp	11,75%				

Fonte: dados de pesquisa.

Constata-se ao observar a Tabela 5 que os valores estimados para o risco da carteira foram alterados, após a ocorrência do evento, isto é, após a adoção das práticas de governança corporativa. Visou-se ainda validar ou não a hipótese nula, enunciada como: o risco da carteira de investimentos em ações antes da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa não difere estatisticamente do risco da carteira após a adesão de governança corporativa, estimado pela variância, considerando um nível de significância de 5%.

Para tanto, fez-se uso do teste de hipóteses F-Fisher, o qual tem como um dos seus objetivos, avaliar se duas variâncias populacionais diferem estatisticamente. O resultado auferido para a estatística F-Fisher calculado foi igual a 1,296, enquanto o seu valor tabelado ou crítico foi igual a 1,057.

Assim, deve-se rejeitar a hipótese nula H_0 em favor da hipótese alternativa H_1 . Logo, as diferenças encontradas antes da adesão às práticas de governança corporativa, diferem estatisticamente das práticas após a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa. Esta análise leva a conclusão 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 percebidas pelo mercado como empresas com maior transparência, e os investidores passando a valorizá-las, estão dispostos a investir seu capital e também pagar um valor maior por ações destas companhias.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo avaliar a percepção de risco e retorno pelo mercado de empresas que aderiram às práticas de governança corporativa da Bovespa. Os resultados encontrados sugerem de forma geral que as exigências adicionais, às quais estas empresas são submetidas, afetam a percepção de risco por parte dos investidores. Assim, as organizações que estabelecem normas e condutas percebidas pelos investidores, passam a ser referencial no mercado, atraindo uma demanda maior destes em busca de um ambiente mais favorável e com um menor risco em seus investimentos.

Diante da importância do tema exposto e das observações dos dados obtidos, a adesão às práticas de Governança Corporativa passa a ser um modelo estratégico empresarial, com a finalidade de que as empresas envolvidas com tais práticas se tornem mais competitivas, transparentes e atraentes ao investidor. Desta forma, conseguem melhorar sua imagem com o mercado, e com isso reduzem os seus custos de capital e encontram alternativas para captação de fontes de financiamento vitais para a expansão de seus negócios.

Apesar dos resultados obtidos e das conclusões apresentadas serem importantes para o meio científico e empresarial, deve-se levar em consideração algumas limitações da pesquisa, tais como: a amostra e as variáveis utilizadas. Em relação à amostra, por utilizar-se de um método intencional e não probabilístico, os resultados e conclusões obtidos neste estudo estão limitados ao conjunto de empresas analisadas.

Em relação à pergunta de pesquisa enunciada, se existem diferenças estatisticamente significativas entre os riscos mensurados pelas variâncias amostrais de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança antes e após a adesão, pode-se afirmar que essas diferenças foram estatisticamente comprovadas e a pergunta de pesquisa totalmente respondida.

Em relação às variáveis selecionadas, considera-se que as variáveis selecionadas na análise dos dados são as que explicam de maneira conveniente o problema de pesquisa, considerando que outras variáveis por ventura possam influenciar no risco das empresas (condição *ceteris paribus*).

Por fim, como sugestão para a realização de futuras pesquisas, deve-se utilizar outras ferramentas estatísticas e associar outras variáveis independentes, a fim de confirmar tais resultados em um grupo maior de empresas.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Empresas listadas**. Disponível em: <<http://bovespa.com.br/>>. Acesso em: 24 abr. 2005.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Publicações**. Disponível em: <<http://bovespa.com.br/>>. Acesso em: 10 out. 2008.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 24 abr. 2005.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.
- HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E.; IRELAND, R. D. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 24 abr. 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. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- LA PORTA, R. Disclosure não é tudo. **Revista Capital Aberto**, p. 38-40. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=2007&sec=32>. Acesso em: 06 maio 2010.
- MACCRIMMON, K. R.; WEHRUNG, D. A. **Taking risks: the management of uncertainty**. New York: Free Press, 1986.
- MARKOWITZ, H. M. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, mar.1952. <http://dx.doi.org/10.2307/2329297>
- MATTEDI, L. G. **Como a governança corporativa pode ajudar no fortalecimento do mercado de capitais brasileiro**. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Administração) - Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD working papers series**. Disponível em: <http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761681_1_1_1_1_1_1_1,00.html>. Acesso em: 24 abr. 2005.

ROGERS, P. Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. In: EnANPAD, 30., 2006, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

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.

SIQUEIRA, A. B. **Governança corporativa e otimização de portfólios: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governança**. Dissertação (Mestrado em Engenharia) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, 2007.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A. Survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. <http://dx.doi.org/10.2307/2329497>

STEINER NETO, P. J. **A percepção dos resultados esperados pelos beneficiários como fator de influência no processo decisório**. Tese (Doutorado em Administração) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 1998.

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.

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