



1290005323

TCC/UNICAMP  
En13a  
IE

governança corporativa  
crise subprime



**ANÁLISE DO DESEMPENHO DE EMPRESAS DE  
DIFERENTES NIVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA  
BM&FBOVESPA NOS PERÍODOS PRÉ, DURANTE E PÓS  
CRISE DO *SUBPRIME***

**CEDOC - IE - UNICAMP**

MONOGRAFIA

Universidade Estadual de Campinas

Graduando: Davi Santos Encarnação

Orientador: Rodrigo Lanna Franco da Silveira

CAMPINAS

MARÇO/DEZEMBRO DE 2010

TCC/UNICAMP  
En13a  
1290005323/IE

2010/02/28

**Davi Santos Encarnação**

**ANÁLISE DO DESEMPENHO DE EMPRESAS DE DIFERENTES NIVEIS DE  
GOVERNANÇA CORPORATIVA NA BM&FBOVESPA NOS PERIODOS  
PRÉ, DURANTE E PÓS CRISE DO *SUBPRIME***

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas como parte dos requisitos para obtenção do  
título de graduado em Ciências Econômicas

**Orientador: Rodrigo Lanna Franco da Silveira**

CAMPINAS

2010

# Sumário

<b>1. Introdução.....</b>	<b>1</b>
1.1. Objetivos.....	5
1.2. Estrutura.....	6
<b>2. A Governança Corporativa.....</b>	<b>7</b>
2.1. Conceitos e Funções da Governança Corporativa.....	7
2.2. Evolução das Práticas de Governança Corporativa.....	12
2.3. Modelos de Governança Corporativa.....	16
2.4. Performance de EmpresasXGovernança Corporativa:Revisão de Literatura..	21
<b>3. Metodologia.....</b>	<b>24</b>
3.1. Período de Análise.....	24
3.2. Formação das Carteiras.....	25
3.3. Avaliação do Desempenho das Carteiras.....	25
<b>4. Análise dos Resultados.....</b>	<b>30</b>
4.1. Análise das Carteiras Obtidas.....	30
4.2. Análise do Desempenho das Carteiras.....	33
4.3. Análise dos Testes de Hipóteses.....	39
<b>5. Conclusões.....</b>	<b>46</b>
<b>6. Referências Bibliográficas.....</b>	<b>48</b>

## RESUMO

ENCARNAÇÃO, Davi Santos. **Análise do desempenho de empresas de diferentes níveis de governança corporativa na BM&FBOVESPA nos períodos pré, durante e pós crise do *subprime***. Campinas: Instituto de Economia – UNICAMP, 2010. Projeto de Monografia.

Uma das fontes de obtenção de recursos, por parte das corporações, consiste na emissão de ações. A literatura de finanças aponta que este processo se torna mais eficiente quando se garante aos acionistas maior transparência. Assim sendo, espera-se que investimentos em empresas com alta governança corporativa (GC) tenham desempenhos superiores em relação às corporações menos transparentes, seja em condições normais de mercado, seja em períodos de crise econômica. O objetivo deste projeto foi avaliar tal fato em três diferentes momentos: antes, durante e após a crise do *subprime*. Para tanto, foram comparadas as performances de carteiras de ações de companhias tradicionais com aquelas pertencentes ao Novo Mercado, nível 1 e nível 2 de GC nos três períodos já mencionados. As carteiras com algum nível de Governança não demonstraram um desempenho estatisticamente melhor com relação às empresas Tradicionais. Por outro lado, também não foi provado um resultado superior das empresas que não adotam práticas de Governança Corporativa, o que não rejeita, portanto, a hipótese de melhores rendimentos por parte das companhias preocupadas com medidas de transparência.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, ações, carteiras de investimento.

# 1. Introdução

O objetivo de uma empresa é uma questão essencial a ser considerada na administração de uma companhia. Os valores que serão transmitidos ao público e aos acionistas, o método de gerenciar e o foco da produção dependem muito das escolhas acerca deste objetivo. É necessário que a empresa defina com clareza e também siga estas metas, visto que elas servem como uma base para avaliação do rendimento de empresas por parte dos investidores. Não apenas a questão da eficiência corporativa está interligada aos objetivos da empresa, há também um aspecto social nesta definição, já que a tomada de decisão pode favorecer os mais diversos agentes, sejam eles funcionários da empresa ou não.

No aspecto social, três dimensões definem a função-objetivo da corporação (SILVEIRA *et al*, 2004). A dimensão sociedade trata dos benefícios desta função para o bem-estar da sociedade de um modo geral, a dimensão empresa busca tornar a corporação mais eficiente e produtiva e a dimensão profissional busca trilhar a tomada de decisões dos executivos e conselheiros. Embora não seja possível estabelecer uma função que atenda a todas essas dimensões, aquela que mais se aproximar da maximização de todos esses aspectos deve ser adotada.

Os objetivos da empresa também afetam diretamente os funcionários, acionistas, gerentes, etc. Entende-se por *stakeholders* como todos aqueles envolvidos diretamente na tomada de decisões de uma empresa. Podem ser empregados, consumidores, fornecedores, agentes financeiros (MONKS & MINOV, 2001). Como eles abrangem um grupo diverso e com características divergentes, não há como uma empresa favorecer os interesses de todos. Por outro lado, caso a corporação se preocupe apenas com suas finanças sem se preocupar com os *stakeholders*, possivelmente haverá uma perda no desempenho futuro da companhia, visto que eles também estão preocupados com o progresso da empresa (GRUN, 2003). Na definição dos objetivos da empresa, deve-se abranger tanto os interesses dos acionistas como dos *stakeholders*, visto que a escolha por apenas um lado levará o descontentamento do outro grupo, igualmente

importante para um funcionamento saudável da companhia.

A elaboração dos modelos de gestão em uma empresa deve se adequar à corporação (SILVEIRA *et al.*, 2004). A escolha desses modelos precisam inicialmente passar por questões básicas, tais como:

- Quais são as metas finais que regem o modelo de gestão da empresa?
- Como manter o resultado?
- Como mensurar os prós e contras do processo?

Além da ponderação dos objetivos a partir de questões básicas, deve-se também levar em conta em função de quais interesses a corporação será gerida, quais os critérios para a tomada de decisões e a possibilidade de haver um *trade off* entre os diversos interesses conflitantes.

A literatura aponta para duas funções-objetivo que se destacam na solução dessas questões: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas, que defende a maximização do valor da empresa e a teoria de equilíbrio de interesses dos *stakeholders*, que defende a tomada de decisões baseadas nos interesses de todos os envolvidos diretos da corporação.

Jensen (2001) argumenta que, como não há como a corporação maximizar seu valor procurando atender a todos os *stakeholders* e se organizando com mais de um objetivo, é preciso focar-se em uma meta específica. A negação desta ideia acaba por tornar os objetivos da empresa confusos e sem sentido.

O autor sugere que as pesquisas dos dois últimos séculos apontam para a maximização do valor de mercado da empresa como o principal objetivo a ser seguido por ela. As tomadas de decisões relacionadas a esta meta trazem o bem-estar da sociedade de uma maneira geral, pois procuram reduzir os custos de produção, diminuem os preços e favorecem os consumidores. Outro ponto a ser considerado são as externalidades, pois a tomada de decisão pode influir negativamente para a sociedade (como, por exemplo, a emissão de poluentes) e, caso não haja a busca unilateral pelo lucro, estes prejuízos podem ser amenizados.

O valor é o ponto-chave da empresa. Ele direciona as ações e define o

comportamento dos proprietários da empresa, sejam eles os gerentes ou os acionistas. Neste contexto, a maximização de valor é o objetivo comum das corporações (KAYO & FAMÁ, 1997). Levando-se em conta o nível de investimentos, entende-se que ele é determinante para a avaliação acerca do valor futuro das empresas. Um anúncio de investimento que gerasse um rendimento futuro superior ao esperado pelo mercado teria efeito instantâneo sobre o preço das ações da empresa, elevando-o. De maneira análoga, menores investimentos afetariam negativamente as expectativas do mercado, derrubando o preço dessas ações. Neste caso, a decisão de investir deve estar atrelada à geração de um valor futuro para a corporação. As decisões de investimento, desta forma, estão atreladas ao conceito de maximização de valor de uma empresa (FAMÁ & LUCCHESI, 2007).

A maximização de valor envolve a adoção de diversas práticas buscando a atração dos interesses dos acionistas, pois eles são responsáveis pelo investimento de recursos destinados ao crescimento e desenvolvimento da empresa. Tal mudança na estrutura e no modo de pensar de uma corporação requer a prática constante de diferenciais, a fim de superar a concorrência. Logo, medidas de transparência aparecem como uma alternativa viável e bem aceita pelo mercado, visto que reduzem as assimetrias frente ao desempenho desta empresa e explicitam também sua preocupação em reportar dados antes confidenciais tanto para os proprietários e gestores como para os investidores.

A Governança Corporativa lida justamente com estas relações entre proprietários e acionistas, buscando alinhar os interesses dos gestores com uma geração maior de valor a um longo prazo, favorecendo também os acionistas (SILVEIRA, 2010). Com isso, evita-se que as tomadas de decisões internas à corporação procurem beneficiar apenas os grandes gerentes, visto que a delegação de poder por parte dos proprietários aos administradores gera um conflito de interesses. Este fato pode ocorrer em razão de os agentes não serem perfeitos (isto é, pode haver uma defesa dos interesses pessoais em detrimento da maximização de valor da empresa) e também pela impossibilidade de se criarem contratos completos, que levassem em consideração todos os aspectos e todas as questões relativas à empresa (isto é, que pudesse avaliar todas as tomadas

de decisões dos administradores). A necessidade de mecanismos de monitoramento e incentivos aliada a medidas de transparências são recursos que podem ser adotados pelas companhias e que têm relação com a Governança Corporativa. Elas visam primordialmente alinhar a atuação do administrador com os interesses do proprietário e também com o dos acionistas (JUNIOR, 2005).

Caso a Governança Corporativa seja realmente uma boa prática, no sentido de atrair investimentos, espera-se que as empresas nela atuantes tenham um rendimento superior em comparação com as empresas convencionais, visto que há uma maior preocupação em demonstrar transparência e uma sinergia de interesses com os acionistas. Embora as empresas tradicionais possam também estar focadas no desempenho, não há uma clareza quanto aos objetivos a serem seguidos por elas. Mais do que isso, todo o procedimento que envolve as tomadas de decisões das companhias não é claramente exposto, o que pode estar sujeito a questionamentos quanto à eficiência de tais medidas. A Governança Corporativa busca justamente evitar essa assimetria de informações. Com maior transparência e contato com os acionistas, é possível que a companhia evite interpretações equivocadas sobre determinadas decisões, assim como são reduzidas as incertezas acerca dos reais objetivos da empresa. Este processo de divulgação de informações deve ser levado em conta pelos acionistas que, receosos quanto ao desempenho de uma empresa, decidam investir naquelas que ao menos demonstrem claramente quais são suas metas. Mais recursos significa maiores possibilidades de investimentos, o que tem efeito positivo sobre o valor da companhia em um prazo mais longo. Além disso, um sinal positivo por parte do mercado referente à adoção de medidas de transparência nas empresas afeta a demanda pelas ações desta companhia, elevando seu preço. Isso poderia ocasionar uma maior disponibilidade de recursos à disposição para investimentos, o que também levaria a um aumento no valor da empresa no longo prazo.

Além da questão dos rendimentos, a volatilidade no preço das ações de empresas praticantes de medidas de Governança Corporativa pode ser menor. Este fato decorre de essas ações serem consideradas mais

“seguras”, visto que há uma clareza nos objetivos da empresa. Enquanto as empresas tradicionais podem buscar recursos para investimentos apenas para o curto prazo sem declarar tais intenções aos acionistas, empresas adotantes de práticas de Governança estão comprometidas com a maximização de valor ao longo prazo. Mais do que isso, existe um comprometimento de que as medidas a serem tomadas pela gerência devem ser divulgadas junto com os acionistas, o que reduz a assimetria de informações e tem a função de transmitir uma maior confiança para os investidores. O caráter mais longo-prazista evita um excesso de investimentos apenas para obtenção de lucros no curto prazo, o que tornaria o volume de recursos mais volátil. Além disso, esta relação de confiança entre os acionistas e as empresas praticantes da Governança Corporativa torna tais empresas fontes de investimentos mais seguras, o que também impede a saída massiva de recursos dos acionistas e mantém a volatilidade menor.

## **1.1. Objetivos**

O presente trabalho tem o objetivo de verificar a existência de uma relação entre desempenho financeiro e grau de Governança Corporativa no mercado de ações brasileiro antes, durante e após a crise do *subprime*.

Este estudo não se atém apenas aos rendimentos. Um objetivo específico deste projeto é o estudo da volatilidade das ações com maior transparência. Para os três períodos, é esperado que as empresas com maior preocupação para com seus acionistas tenham menor volatilidade em seus preços, apresentando-se, portanto, como uma opção de investimento mais segura. Rendimentos superiores e menor variação de preços confirmariam a hipótese de que empresas preocupadas em se inserirem aos maiores níveis de Governança Corporativa é uma melhor opção na composição de carteiras por parte dos acionistas.

## 1.2. Estrutura

De forma a alcançar os objetivos descritos no item anterior, este trabalho está estruturado da seguinte maneira. Em primeiro lugar, será definido e caracterizado o conceito de Governança Corporativa, assim como as suas funções. O conceito de Governança Corporativa será aprimorado com questões básicas relacionadas com o tema, tais como o problema entre o agente e o principal, os contratos incompletos e as características básicas de uma boa governança. Em seguida, será discutida a evolução das práticas de Governança Corporativa, dando ênfase primeiramente ao cenário internacional. Após essa discussão, serão estudados os modelos de Governança Corporativa no mundo, passando pelo norte-americano, o alemão e o japonês. Tendo tais sistemas como base, será feita uma agregação das discussões anteriores no âmbito internacional para o caso brasileiro, tanto para o modelo adotado no país como para seu histórico de Governança Corporativa. Finalmente, dando embasamento para as hipóteses elaboradas, serão discutidos os trabalhos já publicados relacionados com o tema e suas conclusões. Feito isso, será apresentada a metodologia do trabalho. Após formar as carteiras e calcular os riscos e os retornos, será feito o teste de hipóteses para averiguar as premissas desenvolvidas no projeto. Finalmente, serão apresentados os resultados e, com eles, será possível estabelecer as considerações finais.

## 2. A Governança Corporativa

Este capítulo tem o objetivo de analisar os aspectos teóricos sobre a Governança Corporativa.

Em uma primeira etapa, o conceito e as funções da Governança Corporativa serão discutidos. Com eles, os motivos pelos quais as empresas buscam adotar essas medidas poderão ser melhor compreendidos. Será priorizada a discussão acerca do problema da agência e a assimetria de informações.

A segunda etapa apresenta a história da Governança Corporativa, sua evolução e seus determinantes. É essencial avaliar o cenário internacional para entender o surgimento das práticas de boa governança, visto que o acirramento da concorrência exigiu a adoção de novas práticas que trouxessem um diferencial para as companhias. A Governança Corporativa buscou justamente favorecer as empresas interessadas nessa nova demanda.

A terceira etapa trata dos modelos de Governança Corporativa no mundo. É preciso entender estes padrões, a fim de compará-los e avaliar o potencial de cada um. Em seguida, é discutida a questão dos *stakeholders* e *shareholders*, com o intuito de apresentar as dificuldades na elaboração e desenvolvimento de técnicas de gestão, assim como a delimitação dos objetivos da empresa.

A quarta etapa busca dar embasamento teórico às hipóteses desenvolvidas no projeto. A partir de trabalhos publicados e artigos acadêmicos, procura-se apresentar as discussões sobre o tema e demonstrar as conclusões dos trabalhos.

### 2.1. Conceitos e Funções da Governança Corporativa

O termo “governança” engloba várias definições. Por ser utilizado desde as civilizações mais antigas, houve uma adaptação de seu conceito em cada época e a forma de agir dos agentes inseridos no contexto de uma governança era diferente. Por exemplo, a governança pode ser utilizada tanto para caracterizar a forma de agir das universidades como das autoridades locais.

Atualmente, observa-se uma mudança neste conceito sempre que existem alterações nas relações entre o controle e a propriedade das empresas. Por outro lado, é importante ressaltar que este termo foi, impreterivelmente, assimilado com o ato de governar.

O conceito de Governança Corporativa (GC) está centrado na maneira de “governar” de uma empresa. Engloba, neste contexto, diferentes métodos de gestão adotados pelos controladores de uma empresa com objetivo de administrar suas relações com os dirigentes, fazendo-os agir de acordo com seus interesses (IBGC, 2008). Por outro lado, não existe um modelo simples e universal de se governar, podendo haver variações de acordo com a cultura e o país a ser tratado (PARRERIAS, 2003).

Logo, por meio de seus mecanismos de difusão de informações, a GC procura reduzir ou até mesmo eliminar os problemas entre o principal (o controlador) e o agente (a diretoria profissional), em um cenário de assimetria de informações. Tais mecanismos buscam também assegurar um retorno maior aos acionistas, de acordo com os seus investimentos em determinadas empresas (CARVALHO, 2002).

Seguindo o caminho oposto, a ausência de práticas de GC parece influir tanto sobre a empresa em si como sobre o mercado de uma maneira geral. A possibilidade de fraudes contábeis (resultado de uma ausência de transparência de informações) tem um efeito no curto prazo sobre esta companhia (como, por exemplo, demissões e lacunas em determinado mercado) tanto quanto questões longo-prazistas, como a fuga de investidores, menores investimentos e aumento do custo de capital (SILVEIRA, 2004). É por isso que a não-adoção destas medidas pode levantar suspeitas aos acionistas, referentes à real integridade financeira da empresa.

Sobre a relação conflituosa entre o agente e o principal, ela é denominada problema da agência. A questão foi colocada em 1932 por Adolf Berle e Gardiner Means, alegando que propriedade e controle da empresa estavam separados por interesses organizacionais contra interesses próprios (WILLIAMSON, 1996). É preciso garantir que os executivos sempre procurem a maximização do valor da empresa (JENSEN & MECKLING, 1976), objetivo principal de uma corporação, como discutido anteriormente. Neste trabalho, os autores citam ainda que os problemas de conflito de interesses ocorrem em

todas as atividades de cooperação entre indivíduos, sejam elas uma situação de hierarquia entre agente-principal ou não.

Tratando da relação entre o principal e o agente, três fatos são observados que explicam a necessidade de o indivíduo (principal) estabelecer uma compensação (contrato) que motive o agente a agir de acordo com o interesse do principal (STIFFERT, 1996). São estas as condições que podem interferir nas decisões dos agentes:

- a) O agente dispõe de vários comportamentos a serem adotados, podendo utilizá-los de distintas maneiras e com distintos objetivos;
- b) A ação dos agentes afeta não apenas seu bem-estar, mas também a do principal;
- c) A ação dos agentes dificilmente é observável pelo principal, levando a uma assimetria de informações entre os envolvidos;

Para ilustrar este cenário, é possível levar-se em conta os acionistas, que detêm uma parte da empresa (por meio de ações) como sua propriedade, mas não exercem um controle, no sentido de atuar no dia-a-dia e na tomada de decisões das corporações. Quando não há um alinhamento dos objetivos destes “proprietários” com aqueles da alta gerência (que buscam o crescimento da companhia sem atentar somente ao rendimento), observa-se um desajuste nos interesses destes participantes. Pode-se, então, verificar uma diferença entre a função utilidade do agente e do principal, em que administradores podem adotar práticas gerenciais visando lucros pessoais em detrimento do interesse dos acionistas. O foco central da governança das corporações deveria ser os acionistas, evitando o acúmulo de poder nas mãos dos administradores (LAZONICK, 2000).

Jensen & Meckling (1994), em seu trabalho acerca da natureza humana, desenvolvem um esquema sobre o comportamento humano em determinadas situações, procurando finalmente estender o resultado para características gerais. Conclui-se que nenhum indivíduo deseja maximizar a utilidade de outros, dando preferência para seu próprio bem-estar. Com isso, não existe o denominado “agente perfeito”, aquele que trabalharia exclusivamente para o interesse dos acionistas, no exemplo concreto de uma corporação. Este fato

abre caminho para uma divergência entre o comportamento desejado pelo principal e as medidas tomadas pelo agente.

Outro caso de problema da agência pode surgir entre os próprios acionistas. Quando acionistas majoritários puderem influenciar nas decisões da gerência, o problema ocorre entre estes controladores e os minoritários (LEAL *et al*, 2002). Sem capacidade de afetar uma decisão corporativa, mesmo que esta busque a maximização do valor, os acionistas minoritários ficam submetidos às decisões dos majoritários, que podem não interessar à empresa como um todo. Esta desigualdade nas decisões empresariais acaba criando novamente o acúmulo de poder em grupos pequenos, mas detentores de grande parte do processo de tomada de decisões.

A solução para tal dilema seria a existência de um contrato completo, agindo como se fosse um manual para explicitar todas as ações que a empresa tomaria para as mais diversas adversidades (IBGC, 2008). Como tal contrato jamais conseguiria atingir tal abrangência, direitos residuais de controle são estabelecidos, nos quais se define a quem cabe tomar as decisões pela empresa, em diversos cenários. Com isso, espera-se reduzir parcialmente o problema da agência, limitando o poder de tomada de decisão dos agentes de acordo com a situação. Em oposição ao modelo econômico real, o mundo real de contratos completos não existe. Duas razões regem este fato: a incapacidade de se determinar e especificar situações presentes nos contratos de ambos, pois isso envolve inúmeras contingências e seria demasiadamente caro, além da dificuldade da mensuração das respostas e desempenho comparado com o que foi acordado, tais como a obrigação de defender os interesses dos acionistas (KLEIN, 1983).

A empresa com uma boa governança, a partir dos conceitos da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), observa os seguintes princípios:

- a) Reconhece e protege os direitos dos acionistas;
- b) Trata os acionistas de uma maneira equitativa;
- c) Adota processos e procedimentos para corrigir as violações desses direitos;
- d) Proíbe a negociação de ações com base em informações privilegiadas;

- e) Reconhece e protege os direitos de outras partes interessadas;
- f) Desenvolve mecanismos de informação para que todas as partes interessadas participem do processo de governança (THOMSON, 2003).

Estes princípios foram desenvolvidos com o objetivo de apresentar quais ações devem ser privilegiadas por parte de uma empresa consciente das bases de uma boa governança. Tomando essas atitudes, tal empresa apresentaria características que a diferenciaria das demais.

As oito características das empresas preocupadas com uma boa governança são:

- a) Participação;
- b) Conformidade com a lei;
- c) Transparência;
- d) Responsabilidade;
- e) Orientação pelo consenso;
- f) Equidade;
- g) Eficiência;
- h) Prestação de contas (UNESCAP, 2010).

Embora o espectro das políticas de boa governança envolva mais práticas além da própria GC, é importante avaliar o papel destes princípios.

A prestação de contas e a transparência de uma empresa têm como objetivo obter uma avaliação mais positiva por parte de um acionista. Devido ao caráter "seleto" na escolha de investimento por parte dos acionistas, quaisquer informações adicionais apresentadas pelas companhias podem ser consideradas um diferencial e reduzem incertezas. Neste contexto, novos modelos de demonstrações contábeis ganham destaque por garantirem maior transparência – revelam a preocupação da empresa em reportar suas atividades aos acionistas (ganhando confiança e se tornando mais atraentes), além de serem mais fáceis para análise, o que leva a ação a se tornar uma opção de investimento para agentes que antes não a consideravam atraentes. A corporação precisa ainda seguir algumas outras diretrizes fundamentais para manter uma posição privilegiada no mercado acionário. A relação que a

corporação possui com o investidor se baseia na confiança, tanto por maiores rendimentos como pela integridade da empresa. Logo, não se pode desconsiderar a importância da ética, da conformidade com a lei e com os princípios de equidade. A necessidade de se trabalhar levando em consideração os interesses do acionista faz com que a empresa deva cumprir suas tarefas dentro de um prazo aceitável, sem freqüentes atrasos. Mais do que isso, a procura pelo desenvolvimento deve estar integrada com a busca por maior eficiência e eficácia, visto que sem elas não se pode progredir de uma maneira consistente. Finalmente, a empresa deve sempre contar com a orientação pelo consenso e estimular a participação, tanto de funcionários como dos investidores. Sem eles, corre-se o risco de as decisões empresariais se concentrarem nas mãos de poucos gerentes e a tomada de decisões estar subordinada a outros interesses, afora o benefício da empresa.

## **2.2. Evolução das Práticas de Governança Corporativa**

A adoção de práticas de Governança Corporativa é muito recente. Com a necessidade cada vez maior de financiamentos a longo prazo, as empresas encontraram nos investidores institucionais uma possível fonte de recursos. Tais práticas tiveram início apenas na década de 1990, com o Relatório Cadbury. Este representou a primeira tentativa de criação de um código de boas práticas de governança. O relatório estava centrado no padrão de comportamento das empresas, dando importância também para as questões éticas. Para isso, foi feita uma lista das principais empresas da época e os pontos essenciais de suas gestões foram levados em conta. Este relatório começou a ser adotado progressivamente como um manual de “boas práticas”, inicialmente no mercado inglês e posteriormente para outros mercados de ações, em especial o norte-americano. O relatório acabou sendo atualizado em 1995, com o Relatório Greenbury. Foram acrescentados pontos essenciais para uma boa gestão relacionados com salários e bônus excessivos para os diretores e executivos. Finalmente, o Relatório Hampel (1998) combinou os dois relatórios anteriores, criando um código de conduta (MORCK & STEIER, 2005).

Prosseguindo com a evolução da GC, Derek Higgs foi um banqueiro que tinha a função de facilitar ainda mais o entendimento dos relatórios anteriores em um único código. Seu novo relatório (publicado em 2003) sofreu protestos, já que dava a impressão de banalizar o papel do CEO da empresa. Um último relatório que descrevesse o essencial da prática da GC, mas sem criar conflitos excessivos com os altos executivos, embora seguisse grande parte das recomendações de Higgs, foi desenvolvido pelo Financial Report Council. Novas recomendações seguidas de incorporações de algumas práticas no código de conduta foram feitas em junho de 2006, tendo sido atualizado novamente em novembro do mesmo ano (CIPD, 2010).

O debate acerca da adoção de práticas de GC ampliou-se principalmente em 2002, quando se provou a existência de fraudes contábeis em grandes empresas consideradas como modelos de gestão até então, como a WorldCom e a Enron. Não apenas no mercado norte-americano, mas também empresas européias foram acusadas de praticarem estas mesmas irregularidades, como o caso da Parmalat. Tal medida teve grande impacto no mercado de capitais, pois se entendia que empresas admiradas e com forte presença no mercado acionário não se utilizariam de informações privilegiadas e adulteração de informações contábeis. Além da desvalorização no preço das companhias, uma crise de confiança se alastrou pelo mercado. Era visível a demanda por práticas institucionais que focassem temas antes pouco explorados, tais como a ética, transparência e segregação de funções dentro de uma empresa.

O primeiro registro relacionado com o tema da GC no Brasil foi realizado apenas em 1995, com o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Seu objetivo central era contribuir com a qualidade da alta gestão das empresas brasileiras, fornecendo supervisão e controle àquelas companhias interessadas neste tipo de desenvolvimento (IBGC, 2010). Tais medidas visavam enfrentar certos problemas inerentes ao modelo empresarial brasileiro, caracterizado por baixa transparência, ausência de participação dos acionistas nos conselhos das empresas e construção de acordos inadequados (VIEIRA & MENDES, 2006).

Por se tratar de um projeto incipiente com relação a outros países,

apenas em 1999 criou-se um Código Brasileiro de Governança Corporativa, orientando as boas práticas empresariais. Por outro lado, pode-se considerar o projeto como um sucesso, visto que logo no ano 2000 é realizado o primeiro Congresso Brasileiro de Governança Corporativa. Neste congresso, buscou-se difundir os conceitos e práticas de uma boa governança (IBGC, 2010).

Em 2001, há um novo avanço frente a uma maior transparência nas empresas. Uma mudança na lei das S/A teve impacto sobre o aspecto contábil das companhias, exigindo maior rigor e clareza nos demonstrativos financeiros, o que para os acionistas significa uma maior facilidade em interpretar a situação atual delas (HENRIQUE, 2001).

No ano seguinte, é lançada a cartilha sobre governança da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), denominada “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”. De acordo com a própria, a cartilha busca:

*“estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro por meio da divulgação de práticas de boa Governança Corporativa. Seu objetivo é orientar nas questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários. A CVM... entende que as companhias podem e devem ir além das recomendações aqui incluídas” (CVM, 2002).*

A elaboração desta cartilha, além de facilitar a expansão da adoção das práticas relacionadas com a boa governança, procura também aprofundar a discussão sobre o tema. Fica claro na frase citada acima que a busca por maior transparência e divisão de poder nas tomadas de decisões deve ser contínua, sempre aperfeiçoada e de certa forma em um grau acima daqueles exigidos pelos próprios níveis de governança. Só assim a questão sobre a assimetria de informações pode ser tratada de uma maneira mais decisiva.

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), atualmente denominada Bolsa de Valores Mercadorias & Futuros (BM&FBOVESPA), decidiu, por sua vez, criar níveis diferenciados de GC para classificar as empresas (sociedades anônimas de capital aberto), cujas ações são negociadas em seus pregões, no ano 2000. O objetivo central da Bolsa foi estabelecer metas de governança para um seleto grupo de empresas, dispostas a alinhar suas gestões às novas propostas que estavam sendo discutidas.

A BM&FBovespa estabeleceu três níveis de GC. O nível 1 é o mais simples, agregando novas práticas de informações para o mercado, além daquelas exigidas por lei. Para aderir ao Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, é preciso que a empresa demonstre o interesse pela participação, visto que uma companhia que atenda aos requisitos do nível 1 de Governança Corporativa não é automaticamente incluída no grupo. Quanto ao envio de informações para a Bovespa, as empresas de nível 1 oferecem os diferenciais de apresentar os demonstrativos financeiros consolidados; os demonstrativos do fluxo de caixa da empresa e o consolidado; a abertura da posição acionária aos acionistas que detiverem ao menos 5% de capital social da empresa; a demonstração da quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da empresa; a descrição de suas quantidades de ações em circulação e um relatório de revisão especial emitido por um auditor independente (BOVESPA, 2009a).

O nível 2 exige outras práticas, mais complexas, a fim de gerar ainda mais informações ao mercado. Por se tratar de demonstrativos adicionais, a adesão a esse nível de Governança Corporativa tem como objetivo valorizar as ações da empresa por fornecer um maior diferencial de transparência. As novas práticas incluem a restrição de votos para ações preferenciais quanto a assuntos relacionados à fusão, aprovação de contratos por parte da empresa e avaliação de bens para aumento de capital. Em caso de venda da companhia, deve-se estender a oferta para seus acionistas ordinários, assegurando um mesmo tratamento (*tag along*). No caso do nível 2, o menor percentual de *tag along* que pode ser oferecido por uma empresa é de 70% para as ações preferenciais e 100% para as ordinárias (REVISTA CAPITAL ABERTO, 2006). Seu Conselho de Administração precisa ter no mínimo cinco membros com mandato de, no máximo, dois anos e a companhia não deve ter partes beneficiárias. Ademais dessas regras, os demonstrativos financeiros devem seguir padrões internacionais. O último nível é o Novo Mercado, que difere do nível 2 ao não oferecer a possibilidade da emissão de ações preferenciais na estrutura de capitais da companhia (BOVESPA, 2009b).

## 2.3. Modelos de Governança Corporativa

Existem dois modelos de Governança Corporativa, o Anglo-Saxão e o Alemão/Japonês.

Sobre o modelo Anglo-Saxão (também denominado norte-americano, pois é aquele adotado nos Estados Unidos), é preciso partir do princípio da financeirização das empresas, originada em meados da década de 1980 e que perdura até hoje (SCHERER, 2003). Este processo decorreu da participação cada vez mais ativa de investidores institucionais nas companhias, procurando lucros superiores e disponibilizando parte de seus recursos em troca de melhores rendimentos. Como se tratava de recursos de terceiros, as empresas enfrentavam a fiscalização destes novos agentes, pois suas ações agora envolviam diversos interesses.

Este novo grupo era denominado investidores institucionais e tinha certas características. Seus recursos provinham principalmente de fontes de poupança, sendo acionistas minoritários. Por outro lado, a atuação em bloco em defesa de seus interesses junto aos Conselhos de Administração das empresas fazia com que eles detivessem o controle das grandes corporações. Seu papel nas grandes empresas norte-americanas foi crescendo ao longo do tempo, adentrando na década de 90, principalmente devido à desregulamentação do mercado financeiro norte-americano e a conseqüente possibilidade de assumir maiores riscos por parte desses investidores.

Os executivos também receberam novos incentivos para defenderem os interesses dos acionistas. Suas remunerações passaram a ser variáveis, de acordo com o preço das ações da companhia (SCHERER, 2003). Mais do que isso, a empresa recebia incentivos fiscais de acordo com seu desempenho no mercado. Desta forma, acaba-se forçando a empresa e os executivos a defenderem os interesses dos acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários. O acirramento da concorrência local e internacional fez com que as empresas se sentissem obrigadas também a se desenvolver, a fim de não perderem mercado. Para que isso acontecesse, era vital a presença de recursos para investimentos cada vez maiores, o que dependia em grande parte dos recursos destes acionistas. Neste contexto, inevitavelmente as

empresas buscariam defender os interesses dos acionistas.

Em suma, este sistema é caracterizado pela pulverização do controle acionário, sendo o mecanismo de controle definido pelo mercado de capitais. O preço das ações é determinado em última instância a partir da percepção do mercado em relação à performance dos administradores da empresa e da própria companhia, de uma maneira geral (LETHBRIDGE, 1997).

O caso nipo-alemão assume uma diferente abordagem. As decisões estratégicas são longo-prazistas, com procedimentos de governança sólidos e estabilidade também no capital investido. Dessa forma, o capital é menos internacionalizado e há uma presença maciça de outras instituições nacionais, tais como os bancos (STAUB *et al*, 2002). Neste caso, é grande a importância do crédito bancário na capitalização das empresas, pois o banco atua como um intermediário entre os interesses dos credores e dos acionistas. Mais do que isso, os processos de alavancagem dos negócios assumem preferência para os exigíveis a longo prazo, restringindo a emissão de ações para o público (FERREIRA, 2007). Tal modelo de governança é predominantemente *bank oriented*.

A administração da empresa se encontra sob maior monitoramento, fundamentalmente por parte dos grandes investidores (OKIMURA, 2003). Além dos bancos já citados anteriormente, observa-se uma presença de estruturas familiares no controle das corporações, diferentemente do modelo Anglo-Saxão. Sem um limite legal para a participação acionária das empresas, grandes blocos de ações são controlados por esses acionistas (LEAL & CAMURI, 2008). Em circulação, resta apenas uma pequena quantidade de títulos.

A Alemanha apresenta certas particularidades que influem nas suas práticas de governança. Andrade & Rossetti (2006) assumem que os altos custos econômicos e sociais provenientes da Segunda Guerra Mundial levaram a sociedade alemã em direção a um modelo baseado na rejeição de estruturas autocráticas de poder, aumentando a importância das instituições financeiras. Acionistas minoritários representados pelo público de uma maneira geral não tinham condições de representar grande participação no capital das grandes corporações.

Ainda de acordo com os autores, o Japão pode ser caracterizado pela

presença massiva dos bancos na administração do capital das empresas. Por outro lado, estas instituições assumem funções mais importantes em uma corporação, tais como a orientação financeira e as diretrizes estratégicas nas tomadas de decisões. Em comparação com o modelo alemão, algumas diferenças passam pela existência dos keiretsus, que são fatores adicionais de concentração. Estes conglomerados de negócios são caracterizados pela posse cruzada de ações, isto é, diferentes empresas assumem uma pequena posse das ações de outras, mas o total dos cruzamentos resulta em grande parte do controle de uma corporação. Outra diferença é a ausência de diversos conselhos que tomam as decisões das empresas, substituídos por um único conselho numeroso que procura resolver as questões da corporação pelo consenso entre os membros.

O modelo de Governança presente nos dois países, mais centralizado, foi considerado o modelo mais viável por um longo período, durante a década de 1980. Esta preferência tinha como pilar a relação de confiança entre gerentes e acionistas, além de uma visão sólida sobre os investimentos e um caráter longo-prazista. Por outro lado, a crise japonesa dos anos 1980 afetou diretamente o desempenho das empresas e a visão sobre o modelo ideal, visto que os rendimentos das empresas norte-americanas estavam em grande ascensão. A liberdade de investimentos, somada à permissão para os acionistas assumirem maiores riscos em troca de rendimentos superiores, fizeram com que a visão de modelo ideal fosse alterada já na década de 1990.

Dentre as discrepâncias, destaca-se o papel dos acionistas minoritários e do público de um modo geral na tomada de decisões das empresas em cada modelo, fator essencial para a determinação de uma boa Governança Corporativa nas companhias.

No caso brasileiro, existem diferenças básicas no mercado de capitais em comparação com os países desenvolvidos. Tais diferenças têm um caráter estrutural, visto que beneficiavam no Brasil determinados grupos empresariais desde a década de 1970. A concentração de poder por parte de grandes empresas e por certas famílias dificultava uma divisão na gestão empresarial, o que desestimulava os investimentos por parte de acionistas (GARCIA & SOUZA, 2005). Mais do que isso, tais estruturas de grupos familiares tinham limitada capacidade de investimento, o que reduzia de certa forma a

capacidade de crescimento das empresas. O sistema era fechado e altamente protecionista. Brandão (2004) assume esta estrutura a outro aspecto, estabelecendo uma relação com a mentalidade do empresariado e dos políticos nacionais, que buscam concentrar capital, não dividir opiniões e apegar-se a privilégios. No âmbito político, pouco se verificava a respeito de mudanças na Legislação que pudessem favorecer os acionistas minoritários. Existia uma grande barreira a mudanças, visto que os controladores das firmas nacionais mantinham tradições e valores de uma “casa grande” na gestão empresarial, enfrentando o dilema da maximização de valor e a manutenção do controle (GORGA, 2003).

Os acionistas minoritários quase não tinham acesso a ações ordinárias, precisando se concentrar em ações preferenciais. Tal situação resultou em um caráter passivo destes investidores, visto que não podiam influir na tomada de decisões das empresas, pois não tinham direito a voto. A falta de divulgação de fatos relevantes para os minoritários também os prejudicavam, pois eles poderiam se beneficiar com novas medidas adotadas pela empresa. As bolsas de valores tampouco contribuíam para a reversão deste sistema, já que não se preocupavam quanto às questões de regulação e proteção aos minoritários (MATTEDI, 2006).

A abertura econômica da década de 1990 não foi suficiente para reverter esta situação, embora as mudanças deste período tenham contribuído para maior fragmentação do controle acionário e uma maior transparência. O IBGC (2005) realça as privatizações, o menor custo de capital e a atuação mais marcante dos investidores institucionais como fatores-chave no desenvolvimento do Brasil nos últimos anos em direção a um modelo menos concentrado. Mattedi (2006) segue a mesma tendência, incluindo a mudança na concepção política dentre os fatores responsáveis pelas alterações da Governança Corporativa do Brasil, pois possibilitou a abertura econômica e estimulou a formação de novas alianças entre países, o que conseqüentemente trouxe novas oportunidades de investimentos por parte das empresas. O movimento de globalização favoreceu também os investimentos de acionistas estrangeiros, aumentando as aplicações nas empresas brasileiras, mas exigindo adaptabilidade das companhias aos novos padrões de qualidade internacionais, mais rigorosos.

As primeiras medidas observadas na década de 1990 objetivando a adoção de práticas de Governança Corporativa no Brasil tinham o intuito de solucionar o conflito da agência (SIRQUEIRA *et al*, 2007). Mudanças no perfil das empresas que adotaram práticas de boa governança podem ser observadas em um relatório promovido pelo IBGC, intitulado “Panorama da Governança Corporativa no Brasil” (BGC&BOOZ, 2009). Nele, ficam claros diversos pontos referentes à adoção de práticas de boa governança sobre as características estruturais da empresa e também de suas relações com os acionistas. Por meio de entrevistas com empresas nacionais com faturamento superior a R\$200 milhões, foi possível observar mudanças no panorama empresarial com relação à entrevista anterior, feita em 2003. Alguns pontos que sobressaíram e podem ser atribuídos ao desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa foram:

- a) evolução na diversidade da composição dos Conselhos de Administração, com forte aumento na presença de conselheiros independentes;
- b) embora restrita, a participação feminina nos Conselhos já abrange metade das empresas consultadas;
- c) maior valorização dos conselheiros sobre as responsabilidades estratégicas;
- d) participação maior de outros conselheiros e executivos das empresas na definição da pauta;
- e) evolução na percepção da importância do treinamento dos conselheiros;
- f) avanço no relacionamento entre controladores e minoritários;
- g) expansão na adoção de políticas de proteção aos minoritários.

Dentro das vantagens mencionadas, as companhias interessadas procuraram se adaptar às novas realidades e se preocuparam em divulgar resultados e fatos relevantes, sem focar apenas nos acionistas majoritários. Tais medidas geraram maior expectativa frente à possibilidade de concessão de maiores direitos aos pequenos acionistas, reduzindo a influência que pequenos grupos têm sobre as decisões das empresas e convergindo os interesses em prol da maximização do valor de mercado da companhia.

Por outro lado, a presença do “acionista controlador” ainda é marcante, atuando como gestor da companhia ou até mesmo indicando pessoas de confiança para exercerem tal função. Pode-se dizer que no Brasil existem acionistas fortes, controladores de grande parte de uma mesma companhia (SILVEIRA, 2004). No caso dos administradores, eles não exercem tanta influência sobre o controle da empresa.

As dificuldades no desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil têm impacto no desenvolvimento do mercado acionário, de um modo geral. Barros *et al* (2000) apontam para algumas características que justificam esta afirmação, visto que o mercado de ações brasileiro concentra suas negociações em torno dos papéis de poucas empresas. Mercados mais desenvolvidos apresentam menor concentração, já que a presença de uma forte concorrência e a existência de mais empresas com capital aberto possibilitam uma maior escolha para os acionistas. Entende-se que, além da necessidade de desenvolver as práticas de Governança Corporativa no Brasil, é preciso fortalecer os ideais de liberdade de concorrência entre as empresas e o estímulo ao ingresso no mercado de capitais (ZOMIGNANI, 2003).

## **2.4. Performance de Empresas X Governança Corporativa: Revisões de Literatura**

Existem evidências com relação ao bom desempenho das empresas praticantes de medidas relacionadas com a Governança Corporativa em artigos acadêmicos. Srour (2005) avaliou o período de 1997 a 2001 como base para a rentabilidade de empresas brasileiras de capital aberto e concluiu que aquelas que aderiram ao nível 2 ou ao Novo Mercado tiveram menor volatilidade e rendimentos superiores.

De uma maneira análoga, Yamamoto & Malacrida (2006) focaram a análise na adoção de demonstrativos contábeis mais transparentes, comparando a volatilidade dos retornos com o Índice Bovespa. Seus resultados também apontam para uma menor volatilidade das empresas preocupadas em

divulgar seus resultados de uma maneira mais clara. Mais do que isso, concluiu-se também que este resultado veio da visão do mercado que, preocupado não apenas com os rendimentos, baseia seus investimentos com base na transparência das empresas.

Em uma abordagem mais econométrica, Silveira *et al.* (2006) procuraram testar a qualidade da Governança Corporativa com relação a diversas variáveis, dentre as quais o valor de mercado da empresa. As conclusões mostraram que existe uma relação entre valor e Governança, assim como um maior valor de mercado leva à adoção de práticas mais avançadas de GC. Embora aceito com ressalvas (em parte devido à incapacidade de se demonstrar esta correlação de uma maneira dinâmica, focado apenas em determinado ano), os autores se baseiam em outros artigos acadêmicos para realçar a tese de que existe uma forte correlação entre a qualidade de governança e o valor das empresas.

Roger e colaboradores (2005) ampliam a discussão tratando de outros fatores além dos rendimentos e da volatilidade. Fazendo uma comparação do Índice de Governança Corporativa (IGC) com o Índice Bovespa (IBOVESPA), foi incluído o cálculo dos retornos ajustados ao risco. Embora os autores tenham chegado à conclusão de que o IGC é superior ao Índice Bovespa com pequena significância estatística, eles admitem que a presença de grandes empresas nas duas carteiras interfere nos resultados. De qualquer forma, assumindo que o Ibovespa foi a carteira com o pior desempenho dentre os índices estudados, eles assumem um rendimento superior e uma menor volatilidade do Índice de Governança Corporativa.

Vieira & Mendes (2006) abordam o mesmo tema sobre os rendimentos superiores e volatilidade menor das empresas praticantes da Governança Corporativa, baseando-se nas variações acumuladas dos índices e na relação entre o valor da ação e o lucro líquido da empresa. Verificando resultados positivos para o IGC, entende-se que o mercado está disposto a pagar um prêmio sobre o preço das ações "lastreadas" nos padrões de boa governança, pois há um sentimento de maior credibilidade e uma menor assimetria de informações. De maneira análoga, o artigo refere-se a Black *et al* (2002) para reforçar sua tese, alegando que os autores admitem que companhias que enaltecem práticas de governança oferecem retornos superiores.

Rogers (2006) avalia diversos fatores macroeconômicos para identificar a volatilidade e os rendimentos do Ibovespa e do IGC, como o câmbio, o risco-Brasil e a taxa de juros. Em quase todas as variáveis indicadas o IGC é menos afetado, incluindo uma agregação de todas essas variáveis. Ele afirma, portanto, que o IGC é menos afetado por fatores econômicos, estando menos exposto a riscos externos. Por outro lado, períodos de crescimento econômico afetaram a elasticidade dos dois índices. O resultado indica outra vantagem para o IGC, visto que sua elasticidade nesse caso foi maior, o que aponta para melhores performances das empresas preocupadas com práticas de boa governança em períodos de crescimento.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado pode não representar um retorno superior. Batistella *et al* (2004) mostram que, no curtíssimo prazo, não há uma mudança brusca no nível de preços dessas empresas, em parte devido à adoção prévia de práticas de Governança Corporativa, mesmo que com menor rigor. Embora não se tenha chegado a um resultado conclusivo, admite-se que esta adoção prévia de outros níveis de governança pode ter grande influência para uma valorização anterior no preço das ações das empresas (como já discutido em outros trabalhos acadêmicos).

## **3. Metodologia**

### **3.1. Período de análise**

Para desenvolver este estudo, será avaliado o comportamento dos preços (no que diz respeito ao retorno e ao risco) de ações negociadas na BM&FBOVESPA entre 2006 e 2009, considerando três etapas distintas. O período entre janeiro de 2006 e junho de 2008 representará a etapa da pré-crise, a qual é caracterizada por evolução positiva nos preços de grande parte das ações da bolsa brasileira. Esta etapa avaliará a capacidade de as empresas com maiores níveis de Governança Corporativa apresentarem maiores desempenhos em relação àquelas de menores níveis.

A segunda etapa do trabalho englobará o auge da crise (entre segundo semestre de 2008 e março de 2009), onde as perdas econômicas e a queda no preço das ações foram mais acentuadas. Neste período, será avaliada a capacidade de as empresas com Governança Corporativa sofrerem menores prejuízos do que as empresas convencionais, tornando-as uma opção menos desfavorável também em cenários instáveis. Embora a crise mundial tenha apresentado perdas desde março de 2007, o segundo semestre de 2008 é considerado ideal por retratar o auge da crise no Brasil, refletido no índice Bovespa (IBOVESPA).

O último período do trabalho baseia-se entre abril de 2009 e outubro de 2010, onde as ações tiveram recuperação. O objetivo de estudar o pós-crise é avaliar se as empresas com certo grau de GC têm a capacidade de maior recuperação, após uma retração no preço de suas ações. Espera-se que a abrangência destes três períodos distintos possa mostrar que o rendimento das ações com algum índice de GC é superior ao rendimento das ações convencionais da BM&FBOVESPA, independentemente do cenário internacional (seja ele de crise ou de prosperidade econômica).

A fim de se confirmar a importância das medidas de Governança Corporativa para o desempenho de uma empresa, os cálculos relacionados com os períodos estabelecidos serão feitos também para o período geral, isto é, do final de 2006 ao final de 2010. Com isso, espera-se observar que estas

empresas sejam uma escolha adequada não só em certo momento da crise, mas em qualquer período determinado.

## **3.2. Formação das carteiras**

De forma a analisar os desempenhos de diferentes ações com distintos níveis de GC, serão montadas quatro diferentes carteiras. A primeira será baseada nas ações mais líquidas que não se enquadram em nenhum nível de GC. O segundo e o terceiro portfólios serão compostos por ações que estão inseridas, respectivamente, nos níveis de governança 1 e 2. A quarta carteira será formada por papéis pertencentes ao Novo Mercado. Cada uma das carteiras terá doze ações (exceto o Nível 2), sendo os seus pesos determinados de duas formas: i) iguais; ii) ponderados pela capitalização de mercado.

A ponderação pelo valor de mercado levará em consideração a carteira teórica do IBRx (Índice Brasil) de janeiro de 2006, obtido no *site* do BM&FBOVESPA. Em sua composição, o índice abrangia todas as companhias selecionadas neste trabalho e fornecia uma ponderação para cada uma, de acordo com a multiplicação do número de ações de uma empresa pelo valor de mercado de tais ações. Tendo em mãos essas porcentagens em relação à quantidade total do índice, a participação de cada papel será ajustada na carteira, levando-se em conta a soma total das ponderações de todas as ações.

Vale ressaltar que serão estabelecidas duas restrições na montagem dos portfólios: a) serão evitadas ao máximo ações do mesmo setor da atividade, obedecendo ao critério da diversificação; b) um papel não poderá ter uma participação superior a 20% da carteira.

## **3.3. Avaliação do desempenho das carteiras**

A partir do estabelecimento das carteiras, serão analisados o retorno e o risco de cada um dos índices e dos quatro portfólios nos três períodos já

descritos: antes, durante e após a crise do suprime. Com os resultados, testes de hipóteses serão realizados a fim de verificar se os retornos médios e as variâncias foram significativamente diferentes entre os índices e as carteiras em análise.

Os dados históricos das empresas serão obtidos por meio do software Economática. Tendo em mãos a série histórica das cotações de seus preços, é possível calcular todas as variáveis que serão relacionadas no trabalho.

Primeiramente, será calculada a rentabilidade semanal de cada ação. Para isso, será utilizada a equação (1):

$$R_i = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

$R_i$  = Retorno semanal da ação  $i$ ;

$P_{i,t}$  = preço da ação  $i$  no último dia útil da semana  $t$ .

$P_{i,t-1}$  = preço da ação da mesma empresa  $i$  no último dia útil da semana anterior.

A rentabilidade média será a média aritmética entre os  $R_i$  obtidos em cada semana.

Já o retorno médio das carteiras será obtido pela média das rentabilidades das ações pertencentes a este portfólio, sendo ponderadas pelos pesos destes papéis ( $W_i$ ) – equação (2).

$$\bar{R}_c = \sum_{i=1}^n W_i R_i \quad (2)$$

O cálculo da volatilidade de cada papel e de cada carteira é dado pelo desvio padrão dos retornos,  $\sigma_i$  – equação (3):

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1}} \quad (3)$$

Sendo,  $n$  igual ao número de observações da amostra.

Com o intuito de averiguar se os retornos médios e as volatilidades são estatisticamente diferentes entre as distintas carteiras em um mesmo período, serão feitos testes de hipóteses.

Para analisar os dados sobre rendimento e volatilidade das carteiras, é preciso primeiramente definir as hipóteses que serão testadas. A hipótese pela qual estamos colocando à prova é a hipótese nula, isto é, o fato de as médias e a volatilidade serem iguais.

Caso a hipótese nula seja rejeitada, haverá uma hipótese alternativa, que indica existir uma diferença entre as médias e as volatilidades das carteiras com algum nível de Governança, em comparação com a carteira tradicional. A precisão destes testes passará por uma região crítica, que é a delimitação do grau de confiança para eles serem feitos. Neste caso, considera-se um nível de significância de 95%.

No caso dos testes, haverá sempre o valor determinado pela estatística (aquele valor calculado pelas fórmulas apresentadas abaixo) e a região crítica estabelecida, de acordo com os graus de liberdade e o tipo de teste envolvido. Caso o valor observado com o grau de confiança de 95% esteja dentro da região crítica que foi delimitada, rejeita-se a hipótese nula. Caso contrário, ela não é rejeitada (BUSSAB & MORETTIN, 2006).

Para comparar o rendimento e a variância (volatilidade) das carteiras, será feito primeiramente o teste F. Este teste compara as variâncias de duas populações normais. Seguindo os parâmetros definidos anteriormente, as hipóteses nula ( $H_0$ ) e alternativa ( $H_1$ ) que serão tratadas são:

$$H_0 : \sigma^2_1 = \sigma^2_2 \Rightarrow \sigma^2_1 - \sigma^2_2 = 0$$

$$H_1 : \sigma^2_1 \neq \sigma^2_2 \text{ (ou } \sigma^2_1 > \sigma^2_2 \text{ ou } \sigma^2_1 < \sigma^2_2)$$

Em seguida, o teste será feito por meio da equação (4):

$$W = s^2_1/s^2_2 \tag{4}$$

Este teste tem uma distribuição F, com  $(n_1-1, n_2-2)$  graus de liberdade, sendo  $n_1$  e  $n_2$  o número de variáveis da carteira tradicional e das carteiras com

algum nível de Governança Corporativa, respectivamente.

Calculando-se  $W$  a partir dos dados pareados das variâncias, sempre seguindo a regra de comparação entre as carteiras com algum nível de Governança contra a carteira tradicional, será feita uma análise a partir da região crítica com os respectivos graus de liberdade e nível de confiança. Caso o valor observado pertença à região crítica, rejeita-se a hipótese nula de igualdade das variâncias. Caso contrário, ela será aceita.

Em seguida, realiza-se o teste para comparar as rentabilidades. O teste  $T$  verifica se duas médias são iguais ou não, assumindo neste caso que a hipótese nula trata que as rentabilidades médias são iguais nos parâmetros definidos anteriormente, contra a possibilidade de elas serem diferentes.

Dessa forma, as hipóteses tratadas são:

$$H_0 : \mu_1 \leq \mu_2 \Rightarrow \mu_1 - \mu_2 \leq 0$$

$$H_1 : \mu_1 > \mu_2$$

Como as variâncias não são conhecidas, existem duas possibilidades para avaliar as amostras. Dependendo de a variância ser igual ou não (esta conclusão, para cada carteira em cada período, é obtida através do teste  $F$  descrito anteriormente), as fórmulas serão diferentes, assim como os graus de liberdade.

Caso o teste  $F$  indique que as variâncias são estatisticamente iguais (isto é, a hipótese nula não é rejeitada, logo  $\sigma^2_1 = \sigma^2_2$ ), a equação a ser utilizada será:

$$T = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{S \sqrt{1/n + 1/m}} \quad (5)$$

O teste tem uma distribuição  $t$  de Student, com  $(n+m-2)$  graus de liberdade.

No caso de as variâncias serem desiguais (isto é,  $\sigma^2_1 \neq \sigma^2_2$ ), a equação a ser utilizada será:

$$T = \frac{\bar{X} - \bar{Y}}{\sqrt{S_1^2/n + S_2^2/m}} \quad (6)$$

O teste tem distribuição  $t$  de Student e o número de graus de liberdade é calculado pela fórmula:

$$v = \frac{(A+B)^2}{A^2/(n-1) + B^2/(m-1)} \quad (7)$$

Sendo  $A = s_1^2/n$  e  $B = s_2^2/m$ .

Vale ressaltar que o valor dos graus de liberdade será arredondado para o número inteiro mais próximo obtido. Em ambos os casos do teste  $T$ , caso o valor de  $T$  determinado pertença à região crítica, a hipótese nula é rejeitada, o que mostra evidências de que as médias são estatisticamente diferentes.

## **4. Análise dos resultados**

### **4.1. Análise das carteiras obtidas**

Como mencionado anteriormente, as ações foram selecionadas a partir da capitalização de mercado, sendo que na medida do possível não foi permitida a inclusão de mais de uma ação de um mesmo setor econômico, além da participação de cada papel não poder ser superior a 20%.

Vale observar que a seleção das empresas enfrentou dificuldades. Primeiramente, o número de empresas em cada nível de governança não apresentou grande diversidade. Dessa forma, em alguns casos, houve inclusão de ações de mesmo setor de atuação.

Além disso, ações de nível 2 de Governança Corporativa são restritas. Apenas cinco empresas se enquadram nos requisitos referentes ao período de análise deste trabalho. Desta forma, diante de tal limitação, a opção que possibilitou o prosseguimento da análise foi a adesão de todas as empresas pertencentes a este nível.

Finalmente, o prazo dos dados é o último determinante na escolha das carteiras. Embora houvesse a possibilidade de escolher empresas que diversificassem os setores, as mesmas não apresentaram cotações de suas ações a partir de meados de 2006. Logo, a fim de não diferenciar a quantidade de dados a serem analisadas, preferiu-se repetir setores também nesse caso.

As empresas selecionadas, de acordo com seu nível de Governança, são apresentadas na Tabela 1, a seguir.

**Tabela 1. Composição das carteiras de estudo.**

Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Ambev (AMBV4)	Bradespar (BRAP4)	All Amer Lat (ALLL11)	Cosan (CSAN3)
Souza Cruz (CRUZ3)	Braskem (BRKM5)	Eletropaulo (ELPL6)	Brasil (BBAS3)
CSN (CSNA3)	Brasil Telec (BRTO4)	Gol (GOLL4)	CCR Rodovias (CCRO3)
Fosfertil (FFTL4)	Confab (CNFB4)	Net (NETC4)	Copasa (CSMG3)
AES Tiete (GETI4)	Elektrobras (ELET6)	Tam (TAMM4)	Cyrela Realt (CYRE3)
Lojas Americ (LAME4)	Gerdau Met (GOAU4)		Embraer (EMBR3)
P Açucar (PCAR5)	Itaubanco (ITUB4)		Porto Seguro (PSSA3)
Petrobras (PETR3)	Klabin (KLBN4)		Light SA (LIGT3)
Tim Part (TCSL3)	Randon Part (RAPT4)		Lojas Renner (LREN3)
Telesp (TLPP4)	Suzano Papel (SUZB5)		MMXMiner (MMXM3)
Telemar (TMAR5)	Usiminas (USIM5)		Natura (NATU3)
Vivo (VIVO4)	Vale (VALE3)		Localiza (RENT3)

As Tabelas 2 a 5 mostram os setores de cada empresa, de acordo com classificação obtida no site da BM&FBovespa, bem como as ponderações por capitalização de mercado de cada papel na carteira.

**Tabela 2. Setores econômicos das empresas pertencentes ao nível tradicional e suas ponderações pela capitalização de mercado e pelo ajuste máximo de 20%.**

Tradicional	Setor	Ponderação
AES Tiete (GETI4)	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	3,09%
Ambev (AMBV4)	Consumo não Cíclico / Bebidas / Cervejas e Refrigerantes	19,99%
CSN (CSNA3)	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	15,09%
Fosfertil (FFTL4)	Materiais Básicos / Químicos / Fertilizantes e Defensivos	0,86%
Lojas Americ (LAME4)	Consumo Cíclico / Comércio / Produtos Diversos	4,64%
P Açucar (PCAR5)	Consumo não Cíclico / Comércio e Distribuição / Alimentos	4,47%
Petrobras (PETR3)	Petr., Gás e Biocomb. / Petr., Gás e Biocomb. / Exploração e/ou Refino	19,99%
Souza Cruz (CRUZ3)	Consumo não Cíclico / Fumo / Cigarros e Fumo	4,40%
Telemar (TMAR5)	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	13,11%
Telesp (TLPP4)	Telecomunicações / Telefonia Fixa / Telefonia Fixa	3,05%
Tim Part (TCSL3)	Telecomunicações / Telefonia Móvel / Telefonia móvel	5,77%
Vivo (VIVO4)	Telecomunicações / Telefonia Móvel / Telefonia móvel	5,53%

**Tabela 3. Setores econômicos das empresas pertencentes ao Nível 1 e suas ponderações pela capitalização de mercado e pelo ajuste máximo de 20%.**

Nível 1	Setor	Ponderação
Bradespar (BRAP4)	Financeiro e Outros / Holdings Diversificadas / Holdings Diversificadas	9,35%
Brasil Telec (BRT04)	Telecomunicações / Telefonia Fixa	2,99%
Braskem (BRKM5)	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	5,39%
Confab (CNFB4)	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Artefatos de Ferro e Aço	2,07%
Eletrobras (ELET6)	Utilidade Pública / Energia Elétrica	10,98%
Gerdau Met (GOAU4)	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	2,73%
Itaubanco (ITUB4)	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	19,95%
Klabin (KLBN4)	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	5,13%
Randon Part (RAP4)	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Rodoviário	1,42%
Suzano Papel (SUZB5)	Materiais Básicos / Madeira e Papel / Papel e Celulose	3,94%
Usiminas (USIM5)	Materiais Básicos / Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia	16,10%
Vale (VALE3)	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	19,95%

**Tabela 4. Setores econômicos das empresas pertencentes ao Nível 2 e suas ponderações pela capitalização de mercado e pelo ajuste máximo de 20%.**

Nível 2	Setor	Ponderação
All Amer Lat (ALLL11)	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Ferroviário	20%
Eletropaulo (ELPL6)	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	20%
Gol (GOLL4)	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo	20%
Net (NETC4)	Consumo Cíclico / Mídia / Televisão por Assinatura	20%
Tam (TAMM4)	Construção e Transporte / Transporte / Transporte Aéreo	20%

**Tabela 5. Setores econômicos das empresas pertencentes ao Novo Mercado e suas ponderações pela capitalização de mercado e pelo ajuste máximo de 20%.**

Novo Mercado	Setor	Ponderação
Brasil (BBAS3)	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	19,31%
CCR Rodovias (CCRO3)	Construção e Transporte / Transporte / Exploração de Rodovias	8,00%
Copasa (CSMG3)	Utilidade Pública / Água e Saneamento / Água e Saneamento	0,75%
Cosan (CSAN3)	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Açúcar e Alcool	9,65%
Cyrela Realt (CYRE3)	Construção e Transporte / Construção e Engenharia / Construção Civil	12,22%
Embraer (EMBR3)	Bens Industriais / Material de Transporte / Material Aeronáutico	19,96%
Light SA (LIGT3)	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	0,75%
Localiza (RENT3)	Consumo Cíclico / Diversos / Aluguel de carros	5,03%
Lojas Renner (LREN3)	Consumo Cíclico / Comércio / Tecidos, Vestuário e Calçados	10,15%
MMXMiner (MMXM3)	Materiais Básicos / Mineração / Minerais Metálicos	0,30%
Natura (NATU3)	Consumo não Cíclico / Prod. Uso Pessoal e de Limpeza / Prod. de Uso Pessoal	9,61%
Porto Seguro (PSSA3)	Financeiro e Outros / Previdência e Seguros / Seguradoras	4,27%

## 4.2. Análise dos desempenhos das carteiras

Com relação aos rendimentos médios semanais e à volatilidade semanal, os resultados das carteiras são apresentados nas Tabelas 6, 7 e 8.

Com relação ao período 1, que abrange as datas de 01/09/2006 a 30/06/2008, observou-se que a carteira tradicional apresentou o segundo melhor retorno médio dentre as carteiras, de 0,50% e com o menor desvio padrão, de 0,34 (Tabela 6). Esse fato se repetiu com a ponderação por pesos iguais, com um retorno médio de 0,47% e um desvio de 3,16.

A carteira de nível 1 de Governança Corporativa teve o melhor retorno médio no período, de 0,66%. Seu desvio padrão não foi alto, de 3,77, embora tenha sido maior do que o da carteira tradicional. Com a ponderação igual seu retorno continua sendo o maior, de 0,68%, mas o desvio continua sendo maior do que o da carteira tradicional, pois apresenta 3,48. Por outro lado, é possível argumentar que a ponderação por pesos iguais contribuiu para um aumento

nos rendimentos e uma menor volatilidade no nível 1, enquanto que a carteira tradicional perdeu rendimentos e aumentou substancialmente seus riscos.

A carteira de nível 2 apresentou desempenhos inferiores, sendo a única que ficou negativa durante o primeiro período. Sua rentabilidade foi de -0,47% e o desvio padrão de 4,40, o que também demonstra o maior desvio padrão entre todas as carteiras. A ponderação por pesos iguais não altera o cenário anterior, tendo ela apresentado um rendimento negativo de 0,27% e um desvio levemente inferior, de 4,20. Neste caso, pode-se dizer que a carteira de nível 2 não é uma opção com rentabilidades superiores, pois não supera os rendimentos da carteira de nível 1 nem da carteira tradicional. Mais do que isso, esta carteira é a que apresenta o maior risco dentre as analisadas, o que a torna uma opção menos segura no que diz respeito à seleção de empresas para a formulação de uma carteira de investimentos.

A carteira do Novo Mercado, por sua vez, apresentou o segundo pior desempenho dentre as carteiras analisadas, com um rendimento levemente positivo, de 0,04%, e um desvio elevado, de 3,68. Com uma ponderação por pesos iguais, seu rendimento é elevado para 0,27% e seu desvio é levemente reduzido, para 3,58. De qualquer forma, pode-se observar um risco elevado e rendimentos baixos, não superando a carteira tradicional em nenhuma das duas ponderações.

O fato de a carteira do Novo Mercado e a carteira de nível 2 não superarem a carteira tradicional em rendimentos médios nem em volatilidade, aponta para o fato de que, no período 1, a escolha por empresas praticantes de algum nível de Governança Corporativa não é uma opção mais segura. Em todos os casos, essas empresas apresentaram um risco superior em comparação com a carteira tradicional. Já no caso das rentabilidades, pode-se dizer que a escolha por empresas do nível 1 foi uma opção com melhores rendimentos, embora a diferença não seja estatisticamente diferente da carteira tradicional. Não se pode argumentar, portanto, a favor de rendimentos superiores e menores riscos proporcionais ao grau de transparência da companhia analisada.

**Tabela 6. Retorno médio e desvio padrão semanal das carteiras selecionadas para o período entre 01/09/2006 e 30/06/2008**

	Retorno Médio (% a.s.)	Volatilidade (% a.s.)
<b>Ponderação por capitalização de mercado</b>		
Carteira Tradicional	0,50	0,34
Carteira N1	0,66	3,77
Carteira N2	-0,47	4,40
Carteira NM	0,04	3,68

<b>Ponderação por pesos iguais</b>		
Carteira Tradicional	0,47	3,16
Carteira N1	0,68	3,48
Carteira N2	-0,27	4,20
Carteira NM	0,27	3,58

Fonte: Resultados da pesquisa

Sobre o período 2, que abrange as datas de 01/07/2008 e 31/03/2009, a carteira Tradicional apresentou um rendimento superior ao nível anterior. O valor de 0,60% é acompanhado novamente do menor desvio padrão, de 2,22. Por outro lado, assumindo uma ponderação por pesos iguais, o rendimento é afetado e os valores ficam negativos, com uma queda de 0,51%. Outro fator a ser observado é o grande aumento no desvio da carteira, mais do que dobrando e chegando a 5,99 (Tabela 7).

No caso da carteira de nível 1, ela novamente apresentou o maior rendimento, dessa vez de 0,79%. Por outro lado, seu desvio foi superior ao da carteira Tradicional e também ao Novo Mercado, com 2,86. A ponderação por pesos iguais afetou diretamente os rendimentos desta carteira e trouxe um paradoxo, pois ela ficou negativa em 1,62%, o pior desempenho entre todas as carteiras. Seu desvio ficou muito maior também, em 7,25, apesar de ser apenas mais arriscada do que a Tradicional.

A carteira de nível 2 foi a única que ficou negativa durante o segundo período. Seu retorno médio foi de -0,52% e seu desvio de 6,15, o que mostra que ela foi a mais arriscada durante os dois primeiros períodos. Embora seu rendimento tenha caído ainda mais com uma ponderação por pesos iguais, a -

1,37%, seu rendimento foi o segundo melhor entre as carteiras, atrás apenas da Tradicional e próxima do Novo Mercado. Embora seu desvio padrão tenha sido o que menos subiu, para 7,97, ele continuou sendo o mais elevado no segundo período entre as carteiras estudadas.

A carteira do Novo Mercado se manteve em um nível intermediário, com um retorno médio de 0,41% e um desvio padrão de 2,39, o segundo menor entre as carteiras sem ponderação. Já com pesos iguais para cada papel, o retorno foi de -1,40% e o desvio de 7,61.

**Tabela 7. Retorno médio e desvio padrão das carteiras selecionadas para o período entre 01/07/2008 e 31/03/2009**

	Retorno Médio (% a.s.)	Volatilidade (% a.s.)
<b>Ponderação por capitalização de mercado</b>		
Carteira Tradicional	0,60	2,22
Carteira N1	0,79	2,86
Carteira N2	-0,52	6,15
Carteira NM	0,41	2,39

<b>Ponderação por pesos iguais</b>		
Carteira Tradicional	-0,51	5,99
Carteira N1	-1,62	7,25
Carteira N2	-1,37	7,97
Carteira NM	-1,40	7,61

Fonte: Resultados da pesquisa

O terceiro período trouxe resultados diferentes, com a carteira Tradicional apresentando o melhor rendimento entre as quatro estudadas (ações ponderadas por capitalização de mercado), com 0,76%. Além de ser pela primeira vez aquela com o retorno médio mais elevado, ela pode também ser considerada a menos arriscada, com um desvio de 2,80 - Tabela 8. Se por um lado ela apresentou resultados superiores pela capitalização de mercado, a ponderação por pesos iguais fez com que ela apresentasse o pior desempenho no período, entre as carteiras estudadas. Seu retorno foi de apenas 0,54%, embora o seu desvio continuasse sendo o menor, de 2,34.

Embora a carteira de nível 1 não tenha se apresentado com o melhor rendimento também no terceiro período, pode-se dizer que ela não apresentou dados muito menores do que a carteira Tradicional. Seu rendimento foi de 0,72%, com um desvio de 3,40. Já com a ponderação por pesos iguais, ela apresentou o segundo pior retorno, de 0,75%, com o segundo menor desvio, de 3,36.

A carteira de nível 2 apresentou, novamente, rendimentos médios negativos, com -0,23% no terceiro período. Além disso, seu desvio foi o maior entre as quatro carteiras, levando-se em consideração a ponderação por capitalização, com 3,48. Já no caso da ponderação por pesos iguais, seu retorno foi o segundo melhor, com 0,93%. Por outro lado, ela se manteve como a mais arriscada entre as quatro estudadas, com um desvio de 3,41.

A carteira do Novo Mercado não obteve um resultado expressivo no terceiro período pela ponderação por capitalização, apresentando apenas metade do retorno médio da carteira Tradicional, com 0,38%. Seu desvio foi o segundo menor, com 3,07. No entanto, ela foi a carteira com o melhor desempenho pela ponderação por pesos iguais, com 1,09%, a primeira carteira a apresentar rendimentos superiores a 1% em qualquer período estabelecido. Todavia, este rendimento maior não foi acompanhado por um risco superior, visto que a carteira permaneceu com o segundo menor desvio, de 3,01.

Finalmente, é possível fazer uma última comparação, avaliando o período estudado como um todo (de 01/09/2006 a 01/10/2010).

A carteira de nível 1 apresentou o melhor rendimento quando a ponderação se baseou na capitalização de mercado, com 0,71% contra 0,62% da Tradicional (Tabela 9). Já no caso da ponderação por pesos iguais, a carteira Tradicional obteve melhores resultados, com 0,32% em relação aos 0,28% da carteira de nível 1. Por outro lado, com a ponderação por pesos iguais, os rendimentos foram mais próximos do que por meio da capitalização.

**Tabela 8. Retorno médio e desvio padrão das carteiras selecionadas para o período entre 01/04/2009 e 01/10/2010**

	<b>Retorno Médio (% a.s.)</b>	<b>Volatilidade (% a.s.)</b>
<b>Ponderação por capitalização de mercado</b>		
Carteira Tradicional	0,76	2,80
Carteira N1	0,72	3,40
Carteira N2	-0,23	3,48
Carteira NM	0,38	3,07

<b>Ponderação por pesos iguais</b>		
Carteira Tradicional	0,54	2,34
Carteira N1	0,75	3,36
Carteira N2	0,93	3,41
Carteira NM	1,09	3,01

Fonte: Resultados da pesquisa

No caso da carteira de nível 2, ela apresentou resultados negativos com ambas as ponderações, apesar de permanecer quase estável quando são ponderadas as carteiras por pesos iguais. Além disso, ela apresentou o maior desvio entre todas as carteiras, o que pode ser tratado como uma carteira mais arriscada, mesmo que ela tenha o pior rendimento. Dessa forma, não se pode dizer durante todo o período que as empresas que se preocupam com demonstrações ainda mais transparentes do que o nível 1 apresentem rendimentos superiores ou volatilidade menor.

A carteira do Novo Mercado manteve rendimentos baixos, porém positivos nos dois casos. Com uma ponderação igual, inclusive, pode-se dizer que ela quase ofereceu rentabilidade similar ao nível 1 de Governança Corporativa.

**Tabela 9. Retorno médio e desvio padrão das carteiras selecionadas para o período entre 01/09/2006 e 01/10/2010**

	Retorno Médio (%)	Volatilidade (%)
<b>Ponderação por capitalização de mercado</b>		
Carteira Tradicional	0,62	2,95
Carteira N1	0,71	3,46
Carteira N2	-0,39	4,46
Carteira NM	0,23	3,25

<b>Ponderação por pesos iguais</b>		
Carteira Tradicional	0,32	3,61
Carteira N1	0,28	4,44
Carteira N2	-0,03	4,92
Carteira NM	0,27	4,49

Fonte: Resultados da pesquisa

Sobre as volatilidades, pode-se observar que em todos os casos as empresas preocupadas com medidas de transparência também mostraram um risco maior. Desta forma, em nenhum caso dentro do período do trabalho, pode-se dizer que a escolha pelas empresas tradicionais seja uma decisão mais arriscada. Ao contrário, seus riscos são menores em todos os períodos analisados, sejam eles de crise ou de prosperidade econômica.

### 4.3. Análise dos testes de hipóteses

A fim de verificar a validade dos rendimentos superiores da carteira com algum nível de governança em relação ao segmento tradicional, foram feitos testes de hipóteses comparando retornos médios e variâncias das rentabilidades das carteiras, duas a duas.

Os testes ocorreram nos seguintes casos:

- Período 1: entre as carteiras tradicional e N1, com os dois esquemas de ponderação;
- Período 2: entre as carteiras tradicional e N1, sendo estas ponderadas por capitalização de mercado;
- Período 3: entre as carteiras tradicional e N1, tradicional e N2 e

tradicional e NM, sendo estas ponderadas por pesos iguais;

- Período completo: entre as carteiras tradicional e N1, sendo estas ponderadas por capitalização de mercado.

Para o período 1, os resultados mostraram que o teste F apresentou, em ambos os casos (carteiras com papéis ponderados por capitalização de mercado e por pesos iguais), um resultado favorável para a hipótese de que as variâncias não são estatisticamente iguais a um nível de confiança de 5% (Tabelas 10 e 11).

**Tabela 10. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas pela capitalização de mercado, no período de 01/09/2006 e 30/06/2008.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,004997647	0,006626625
<b>Variância</b>	0,001114288	0,001423902
<b>Observações</b>	95	95
<b>G.L.</b>	94	94
<b>F</b>	0,782559766	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,711037768	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 11. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/09/2006 e 30/06/2008.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,004726646	0,0067673
<b>Variância</b>	0,000998648	0,001212941
<b>Observações</b>	95	95
<b>G.L.</b>	94	94
<b>F</b>	0,82332743	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,711037768	

Fonte: Resultados da pesquisa

Por outro lado, no caso do teste T, foi possível observar que as rentabilidades são iguais para um mesmo nível de significância, o que não apresenta uma tendência para a hipótese de rentabilidades superiores. A hipótese nula não é rejeitada, conforme resultados apresentados nas Tabelas 12 e 13.

**Tabela 12. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas pela capitalização de mercado, no período de 01/09/2006 e 30/06/2008.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,004997647	0,006626625
<b>Variância</b>	0,001114288	0,001423902
<b>Observações</b>	95	95
<b>G.L.</b>	185	
<b>t Estatístico</b>	-0,3151482	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,653131869	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,972869904	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 13. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/09/2006 e 30/06/2008.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,004726646	0,0067673
<b>Variância</b>	0,000998648	0,001212941
<b>Observações</b>	95	95
<b>G.L.</b>	186	
<b>t Estatístico</b>	-0,422940241	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,653087139	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,972800071	

Fonte: Resultados da pesquisa

No segundo período, carteira de nível 1 também apresentou rendimentos superiores em comparação com a carteira Tradicional. O teste F mostrou que as carteiras também apontaram para uma não-igualdade entre as

variâncias, rejeitando-se a hipótese nula. Aplicando o teste T correspondente, verificou-se que o T calculado não se encontrava na região crítica, o que significa que a hipótese da igualdade das rentabilidades não é rejeitada (Tabelas 14 e 15).

**Tabela 14. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas pela capitalização de mercado, no período de 01/07/2008 e 31/03/2009.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,006009346	0,007907868
<b>Variância</b>	0,000492932	0,000804021
<b>Observações</b>	39	39
<b>G.L.</b>	38	38
<b>F</b>	0,613083672	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,582517323	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 15. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas pela capitalização de mercado, no período de 01/07/2008 e 31/03/2009.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,006009346	0,007907868
<b>Variância</b>	0,000492932	0,000804021
<b>Observações</b>	39	39
<b>G.L.</b>	72	
<b>t Estatístico</b>	-0,329219808	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,666293697	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,993463539	

Fonte: Resultados da pesquisa

No terceiro período, realizaram-se testes entre as carteiras de pesos iguais. O F calculado não se encontrou dentro da região crítica, o que não exclui a hipótese nula de igualdade das variâncias. Da mesma forma, não se pode rejeitar a hipótese nula no que diz respeito às rentabilidades, visto que o T também não se encontrou na região crítica (Tabelas 16 e 17).

**Tabela 16. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/04/2009 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,005447296	0,007514974
<b>Variância</b>	0,000546941	0,001125994
<b>Observações</b>	79	79
<b>G.L.</b>	78	78
<b>F</b>	0,48574088	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,68744996	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 17. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/04/2009 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,005447296	0,007514974
<b>Variância</b>	0,000546941	0,001125994
<b>Observações</b>	79	79
<b>G.L.</b>	156	
<b>t Estatístico</b>	-0,449321296	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,654679996	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,975287473	

Fonte: Resultados da pesquisa

Como no terceiro período a carteira de maior rentabilidade foi a do Novo Mercado, foi preciso verificar também se seus rendimentos foram superiores à carteira Tradicional, que é a base para se comparar a eficácia das medidas de Governança Corporativa. O F estatístico se encontrou fora da região crítica, o que não rejeita a hipótese de variâncias iguais. Já no cálculo do teste T, ele também se encontrou fora da região delimitada a 5%. Desta forma, mesmo no caso dos rendimentos do Novo Mercado (que foram superiores ao do nível 1, avaliados anteriormente), o valor encontrado não foi estatisticamente superior (Tabelas 18 e 19).

**Tabela 18. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de Novo Mercado, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/04/2009 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,005447296	0,010907086
<b>Variância</b>	0,000546941	0,000907801
<b>Observações</b>	79	79
<b>G.L.</b>	78	78
<b>F</b>	0,602490154	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,68744996	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 19. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de Novo Mercado, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/04/2009 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,005447296	0,010907086
<b>Variância</b>	0,000546941	0,000907801
<b>Observações</b>	79	79
<b>G.L.</b>	156	
<b>t Estatístico</b>	-1,272320319	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,654679996	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,975287473	

Fonte: Resultados da pesquisa

A última comparação entre a carteira tradicional e a de nível 1 se refere ao período completo. Os resultados dos dois testes de hipóteses apontaram novamente para a hipótese acerca da não-igualdade das variâncias, a um nível de 5%. O teste T, porém, tendeu para uma igualdade, neste caso das médias. Dessa forma, não se pode argumentar que os rendimentos da carteira de nível 1 são estatisticamente superiores aos da carteira tradicional durante todo o período estudado, a um nível de confiança de 5%. Os dados avaliados se encontram nas Tabelas 20 e 21.

**Tabela 20. Teste F para comparação entre variâncias entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/09/2006 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,00615919	0,007068156
<b>Variância</b>	0,000872353	0,001195843
<b>Observações</b>	213	213
<b>G.L.</b>	212	212
<b>F</b>	0,729488355	
<b>F Crítico Monocaudal</b>	0,797362765	

Fonte: Resultados da pesquisa

**Tabela 21. Teste T para comparação entre os retornos médios entre as carteiras tradicional e de nível 1, ponderadas por pesos iguais, no período de 01/09/2006 e 01/10/2010.**

	Variável 1	Variável 2
<b>Média</b>	0,00615919	0,007068156
<b>Variância</b>	0,000872353	0,001195843
<b>Observações</b>	213	213
<b>G.L.</b>	424	
<b>t Estatístico</b>	-0,29170339	
<b>t Crítico Monocaudal</b>	1,648455335	
<b>t Crítico Bicaudal</b>	1,96557462	

Fonte: Resultados da pesquisa

## 5. Conclusões

A Governança Corporativa é uma prática que busca estreitar relações entre acionistas e gerentes de empresas, o que lhe confere um importante papel nas questões de assimetrias de informações e busca por interesses pessoais no processo de tomada de decisões da companhia. Entende-se que, mesmo incipiente no Brasil em comparação com outros países, a adoção de medidas relacionadas com algum nível de Governança deve ser apoiada, a fim de estimular a visão longo-prazista e de geração de valor para a companhia.

Levando-se em conta os resultados e os testes de hipóteses, é possível afirmar que os métodos estatísticos aplicados não foram suficientes para provar a eficácia das empresas que adotam medidas de Governança Corporativa, tanto no que diz respeito aos retornos como também aos riscos. Dentre os três períodos, a carteira de nível 1 apresentou os melhores resultados nos dois primeiros intervalos de tempo, porém não foram estatisticamente significativos.

No caso da volatilidade, pode-se dar um destaque para a carteira tradicional, a qual sempre apresentou os menores desvios. As análises estatísticas sugeriram que não há uma significância para que essa afirmação seja confirmada para todos os casos. De maneira análoga, o fato de as carteiras apresentarem uma tendência para um desvio padrão maior quanto maior o grau de Governança Corporativa, praticamente invalida a hipótese da segurança nos investimentos em carteiras de empresas preocupadas com medidas de transparência.

Em suma, as carteiras com algum nível de Governança apresentaram em alguns casos resultados superiores aos da Tradicional. Embora os valores absolutos não sejam estatisticamente satisfatórios para provar algo, não é possível também afirmar que tais carteiras não sejam uma opção mais viável, tanto no que diz respeito aos rendimentos quanto às volatilidades. Um argumento favorável é o caso de as empresas com algum nível de Governança de maneira geral apresentarem desempenhos superiores quando a ponderação foi feita igualmente. Logo, pode-se especular que a ponderação por pesos iguais favoreceu as empresas com algum nível de

Governança, pois favoreceu a diversificação, enquanto que a ponderação por capitalização acabou priorizando certas empresas que apresentaram maior participação na carteira, mesmo que tal participação tivesse sido restrita no cálculo de ponderação.

Os resultados dos testes devem também ser avaliados com base em certas limitações encontradas na elaboração dos dados. Primeiramente, a quantidade de informações para ele ser feito é de certa forma pequena, o que restringe a quantidade da amostra e prejudica a acuracidade do teste. É neste contexto que a elaboração dos testes com base em dados mensais, ao invés de semanais, prejudicaria ainda mais tal precisão. Outro fator a ser considerado é a impossibilidade de se incluir a quantidade correta de empresas no nível 2 para os cálculos, o que a tornou um caso a parte e prejudicou uma melhor comparação.

De qualquer forma, não se podem desconsiderar os benefícios provenientes de maiores medidas de transparência para os acionistas avaliarem o desempenho das empresas. Como não é viável basear-se apenas nos preços das ações, quaisquer informações adicionais que possam fortalecer os argumentos contrários ou favoráveis à escolha de uma determinada empresa são importantes. É nesse contexto que a Governança Corporativa se insere e deve finalmente ser estimulada, evitando as questões de assimetria de informações e Problema da Agência.

## 6. Referências Bibliográficas

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, edição 2. 2006.
- BARROS, J. Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. **Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais**. Bovespa, 2000.
- BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças Empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BOVESPA. Nível 1 Governança Corporativa. **Bovespa**, São Paulo. 2009a.
- BOVESPA. Nível 2 Governança Corporativa. **Bovespa**, São Paulo. 2009b.
- BRANDÃO, M. Governança Corporativa e a Influência dos Acionistas Minoritários no Sistema de decisões Estratégicas. **Tese de Mestrado – PUC Minas**. 2004.
- BRESSAN, V.; BRESSAN, A. Existe Diferença entre a Rentabilidade das Ações das Empresas que Adotam Governança Corporativa com Relação às Empresas do Mercado Tradicional? **Organizações Rurais e Agroindustriais**, Vol. 10, n. 2, 2008.
- BUSSAB, W.; MORETTIN, P. **Estatística Básica**. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, Vol. 37, 2002.
- CIPD. History of Corporate Governance. **CIPD**, Londres. Disponível em <<http://www.cipd.co.uk/nedresource/information/history.htm>>. Acesso em 01/05/2010.
- CVM. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. **CVM**, Rio de Janeiro. 2002.
- DONOVAN, Gabrielle. A Board Culture of Corporate Governance. **Corporate Governance International Journal**, Vol 6, Issue 3, 2003.

FAMÁ, R. LUCCHESI, E. O Impacto das Decisões de Investimento das Empresas no Valor de Mercado das Ações Negociadas na Bovespa no Período de 1996 a 2003. **Revista de Administração**, Vol. 42, n. 2, 2007.

FERREIRA, M. Avaliação Qualitativa das Decisões do Conselho de Administração: O Caso de uma Instituição Financeira. **Revista Gestão Industrial**. Vol 3, n. 3, 2007.

GARCIA E SOUZA, T. M. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

GORGA, E. **Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study for Brazil**. Disponível em <<http://ssrn.com>>. 2003. Acesso em 23/09/2010.

GRUN, R. Atores e Ações na Construção da Governança Corporativa Brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, Vol 18, n. 52, 2003.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HENRIQUE, P. A Mudança da Parte Contábil da Lei das S/A. **Contabilizando a Leitura**, no. 5. Disponível em <<http://www.pegas.com.br/Numero5.htm>>. Acesso em: 01/09/2010.

IBGC. **Pesquisa sobre Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. 2005. Acesso em 23/09/2010.

IBGC. Origem da Boa Governança. **IBGC**, São Paulo. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 01/05/2010.

IBGC (org.). Seminário sobre Governança Corporativa. **Anais**. Outubro de 2008.

IBGC,BOOZ&CO. Panorama da Governança Corporativa no Brasil. **IBGC**, 2009. Disponível em <[www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Eventos&CodArquivo=225](http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Eventos&CodArquivo=225)>. Acesso em: 01/09/2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Vol 3, n. 4,

1976.

JENSEN, M.; MECKLING, W. The Nature of Man. **Journal of Applied Corporate Finance**. Vol 7, n. 2, 1994.

JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. **Harvard Business School**, Working Paper 01-01, 2001.

JUNIOR, S. Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Vol 12, n. 24, 2005.

KAYO, E.; FAMÁ, R. Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos dos Endividamentos. **Caderno de Pesquisas em Administração**, Vol 2, n. 5, 1997.

KLEIN, B. Contracting Costs and Residual Claims: the Separation of Ownership and Control. **Journal of Law & Economics**. Vol 26, 1983.

LAZONICK, W. **Corporate Governance, Innovative Enterprise and Economic Development**. Research Paper 2006/71, United Nations University, 2000.

LEAL, R.; SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Vol 6, n. 1, 2002.

LEAL, M.; CAMURI, W. A Governança Corporativa e os Modelos Mundialmente Praticados. **Revista de Ciências Gerenciais**. Vol 12, n. 15, 2008.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Vol 4, n. 8, 1997.

MARCONI, M.; LAKATOS, E. **Fundamentos de Metodologia Científica**. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

MATTEDI, L. Como a Governança Corporativa pode Ajudar no Fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro. **Tese de Mestrado – IBMEC**. 2006.

MONKS, R.; MINOV, N. **Corporate Governance**. Oxford: Blackwell Publishers,

2001.

MORCK, R.; STEIER, L. The Global History of Corporate Governance. **NBER Working Paper Series**, Cambridge. Working Paper 11062, 2005.

NICOLDI, A. O Novo Mercado Bovespa. **Revista Jus Vigilantibus**. Disponível em <<http://jusvi.com/artigos/29030>>. Acesso em 01/05/2010.

OKIMURA, R. Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil. **Tese de Mestrado – Usp**. 2003.

OLIVEIRA, F. N.; PAULA, E. L. Determinando o Grau Ótimo de Diversificação para Investidores Usuários de Home Brokers. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, 2008.

PARRERIAS, F. **Impacto da Migração para os Níveis de Governança Corporativa da Bovespa: uma Análise do Risco**. Belo Horizonte, 2003.

REVISTA CAPITAL ABERTO. Guia de Governança Corporativa. **Revista Capital Aberto**, São Paulo. Disponível em <[www.capitalaberto.com.br](http://www.capitalaberto.com.br)>. Acesso em: 20/05/2010.

ROSSETTI, J. P. (Organizador). **Finanças Corporativas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SILVEIRA, A. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo – Teoria e Prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil. **Tese de Doutorado – USP**. 2004.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, 2005.

SIRQUEIRA, A.; KALATZIS, A.; TOLEDO, F. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. **Revista Economia**. Vol 7, n. 3. 2007.

SROUR, G. Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa: um Estudo sobre a Conduta e a Performance das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, 2005.

STAUB, I.; MARTINS, H.; RODRIGUES, S. Governança Corporativa e Criação de Valor para o Acionista: da Teoria à Prática, os Impactos Organizacionais e Financeiros. **Economia e Gestão**, Vol 2, n. 3, 2002.

STIFFERT, N. A Teoria dos Contratos Econômicos e a Firma. **Tese de Doutorado – USP**. 1996.

THOMSON, F. Governança Corporativa Perpétua: Boas Práticas de Gestão e Disclosure. **RI – Relação com Investidores**, Rio de Janeiro, n. 66, 2003.

UNESCAP. What Is Good Governance? **Unescap**, Bangkok. Disponível em <<http://www.unescap.org/pdd/prs/ProjectActivities/Ongoing/gg/governance.asp>> . Acesso em: 01/05/2010.

WILLIAMSON, O. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press., 1996.

YAMAMOTO, M. & MALACRIDA, M. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações da Bovespa. **USP – Edição Comemorativa**, São Paulo. 2006.

ZINGALES, L. Corporate Governance. **NBER Working Paper Series**, Cambridge. Working Paper 6309, 1997.

ZOMIGNANI, T. Governança Corporativa e Valor: Relação entre as Práticas de Governança Corporativa e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Mercado de Capitais Brasileiro. **Tese de Mestrado – EAESP/FGV**. 2003.