

TCC/UNICAMP  
OL4p  
IE/2604



1290002604

 IE  
TCC/UNICAMP OL4p

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**A VALORIZAÇÃO DAS AÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS SOB O  
IMPACTO DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

*Monografia*

Isis de Cássia Vannucci de Oliveira  
RA: 016328

**Orientação:**  
**Profa. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi**

Campinas, dezembro de 2005

**CEDOC/IE**

## ÍNDICE

RESUMO.....	03
PALAVRAS –CHAVE.....	03
OBJETIVOS.....	03
JUSTIFICATIVA.....	04
INTRODUÇÃO.....	05
CAPÍTULO I - “Análise do Novo Mercado e de Níveis de Governança”.....	08
1.1 O Novo Mercado.....	08
1.2 Níveis de Governança.....	10
1.2.1 Nível 1 de Governança Corporativa.....	10
1.2.2 Nível 2 de Governança Corporativa.....	12
CAPÍTULO II - “Governança corporativa e o cálculo do IGC”.....	14
2.1 A Governança Corporativa.....	14
2.1.1 A Nova Lei das S.A.....	17
2.1.2 Programa de incentivo à adoção das boas práticas de governança corporativa do BNDES.....	18
2.2 O cálculo do IGC.....	19
2.2.1 O Ibovespa.....	23
CAPÍTULO III – “Estudo Comparativo: IGC <i>versus</i> Ibovespa”.....	25
3.1 Indicadores do IGC e do Ibovespa.....	25
3.2 O caso Itaú e a Companhia Vale do Rio Doce.....	34
3.2.1 Itaú.....	34
3.2.2 Companhia Vale do Rio Doce (CVRD).....	37
4.CONCLUSÕES.....	40
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	43

## **RESUMO**

Esta monografia visa demonstrar a correlação existente entre a adoção das práticas de boa governança corporativa nas empresas de capital aberto e o desempenho de suas ações, valorizando-se progressivamente no mercado de capitais brasileiro.

### **PALAVRAS – CHAVE:**

Governança corporativa, valorização, mercado de capitais, IGC, Ibovespa

## **OBJETIVOS**

A hipótese que direciona esse estudo é a de que empresas de capital aberto que aderiram as práticas de níveis mais elevados de governança corporativa propostas pela Bovespa possuem um desempenho superior no mercado de capitais. Ou seja, analisando a evolução do IGC (Índice de Governança Corporativa) e confrontando-o com o Ibovespa espera-se que sua valorização em termos percentuais seja significativamente superior à do Ibovespa.

Dentro dos objetivos está ainda a análise de casos particulares de empresas de capital aberto, sendo que serão estudadas duas empresas de destaque: o Itaú e Companhia Vale do Rio Doce. A partir disso, pretende-se corroborar a hipótese levantada com exemplos ilustrativos.

Dessa forma, faz parte desse estudo não só a análise da evolução mercado de capitais sob os aspectos das boas práticas de governança corporativa, mas também se visa concluir que as práticas de boa governança corporativa têm, efetivamente, um impacto positivo na valorização das ações das companhias de capital aberto brasileiras e por isso devem ser utilizadas em escala progressiva visando ao fortalecimento desse mercado tanto no âmbito interno, como também em termos internacionais.

## JUSTIFICATIVA

As práticas de boa governança corporativa estabelecidas pela Bovespa corresponderiam para uma empresa o ingresso em um patamar mais elevado de governança, ou seja, isso representaria uma melhora na qualidade das informações oferecidas pelas empresas, aumentando o grau de segurança para os acionistas. Dessa maneira, espera-se que empresas com IGC tenham uma menor volatilidade no mercado de ações, além de que seu valor de mercado fique situado acima da média do mercado.

Portanto, a demonstração de que os critérios determinados para os diferentes níveis de governança possuem uma correlação estreita com a valorização e menor volatilidade das ações, mostra-se essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, visto que a transparência tem se tornado progressivamente o critério fundamental para minimizar a assimetria de informações existente na relação entre administradores e proprietários, fazendo inclusive com que os acionistas sem poder de controle tenham a possibilidade de redução das suas perdas no caso de qualquer percalço que a companhia venha a passar, o que inclui sua própria venda.

## INTRODUÇÃO

O pano de fundo que sustenta este estudo é um produto da chamada globalização financeira que pode ser definida como a eliminação das barreiras internas entre os diversos segmentos dos mercados financeiros domésticos, somada à interpenetração dos mercados financeiros internacionais e sua integração aos mercados globalizados. (CHESNAIS, 1999). Ou seja, em termos gerais isso representaria no cenário doméstico uma contínua liberalização financeira e, internacionalmente, uma crescente mobilidade de capitais.

Ao trazer essa discussão para o âmbito microeconômico, pode-se dizer que nesse processo a valorização do grande capital ocorre também, progressivamente, em plano mundial o que faz com que as empresas integrem na sua gestão as distintas fontes de lucro (comercial, produtivo e o financeiro).

Dessa forma, observa-se o alargamento do processo de acumulação para englobar a dimensão espacial e o conjunto das funções empresariais. Segundo Serfati "Pode-se falar de uma estratégia de valorização diferenciada ou global do seu capital. No sentido mais difundido da economia industrial, essa estratégia significa que, com a mundialização da economia, o horizonte das firmas torna-se imediatamente planetário. Mas nós diríamos igualmente que a sua estratégia é *global* no sentido em que ela repousa sobre uma valorização extremamente diversificada do seu capital".

Isso pode ser facilmente verificado nos grandes conglomerados que são instituições concentradas que adotam o comportamento de sociedades controladoras (*holding*), aplicando os seus recursos e submetendo-se à lógica financeira, ou seja, a da rentabilidade, da liquidez e da segurança.

Ou seja, como esses movimentos acabam tornando a liquidez crescente, se faz necessário reforçar a segurança e a rentabilidade a qual está sofrendo diversas modificações devido a esta gestão cada vez mais centralizada. É nesse contexto que emerge a discussão acerca da governança corporativa que seria um caso específico da chamada de regra da rentabilidade.

Analisando o mercado de capitais no Brasil, pode-se constatar que a despeito do processo de financeirização mundial, sempre se atribuiu sua fragilidade à ausência de mecanismos que proporcionassem proteção aos investidores dispostos a adquirir participações minoritárias no capital das companhias com ações negociadas em bolsa.

Os pequenos investidores e os investidores institucionais consideravam, em sua maioria, que não havia transparência ou profissionalismo suficiente na gestão das sociedades,

além dos acionistas minoritários ficarem como coadjuvantes na condução dos negócios sociais.

Por sua vez, os acionistas controladores sentiam-se sem atrativos para abrir o capital de suas empresas, uma vez que eram confortavelmente amparados pela Lei das Sociedades por Ações brasileira (Lei nº 6.404/76), que os protegia em detrimento de investidores minoritários, permitindo-lhes emitir ações preferenciais sem direito a voto até o limite de 2/3 do total das ações emitidas, e ainda por haver acesso a recursos governamentais subsidiados. (ROCHA).

Um exemplo de que mudanças ocorrem nesse cenário é o direito adquirido dos acionistas minoritários de vender suas ações através de oferta pública, no caso de transferência de controle, conhecido como “*tag along*”, que vem sendo identificado no Brasil como fator importante para melhoria dos níveis de governança corporativa, mas não é a única ação nesse sentido.

A promulgação da nova Lei das S.A. e a criação, pela Bovespa do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa faz com que os acionistas minoritários passem a contar com mecanismos mais eficazes de proteção dos seus interesses, além do mercado de capitais brasileiro sair fortalecido com isso, pois se aposta no crescimento do número de companhias com ações negociadas em bolsa e de investimentos.

Neste estudo serão abordados o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa no Capítulo 1. Conjuntamente esses três segmentos compõem uma parcela da bolsa que possui regras distintas de listagem para negociação de ações de empresas. Tais empresas se comprometeram, de forma voluntária, com um série de regras de governança corporativa e medidas mais rígidas que as colocadas na legislação brasileira. Estas medidas objetivam conferir maior credibilidade às negociações em bolsa, uma vez que as empresas envolvidas seriam representativas de riscos menores aos investidores, estando estas mais aptas a potencial valorização de seus ativos.

No Capítulo 2 será enfatizado a importância da governança corporativa, seus princípios e sua difusão no Brasil, além da forma de cálculo do Índice de Governança Corporativa, o IGC, pela Bovespa.

Por fim, será demonstrado no Capítulo 3, através de um estudo comparativo de indicadores do IGC versus o Ibovespa, que as empresas que adotam a governança corporativa e que com isso compõem o IGC possuem uma performance superior no mercado de capitais. Isso fica patente, principalmente, através do valor de mercado dessas empresas que cresce em escala progressiva, em torno de 80% ao ano.

Este capítulo é exatamente a comprovação da hipótese que foi apresentada anteriormente de que as boas práticas de governança corporativa promovem uma valorização acima da média para as empresas, sendo, portanto, uma grande vantagem para aqueles que as adotam e um ótimo atrativo para os investidores. Com isso, o mercado de capitais sai fortalecido dessa relação.

## CAPÍTULO I

### Análise do Novo Mercado e de Níveis de Governança

#### *1.1 O Novo Mercado* ✧

Em relação ao Novo Mercado, instituído pela Bovespa em dezembro de 2000, pode-se dizer que é um segmento que permite a negociação de ações emitidas por empresas que, voluntariamente, se comprometeram com adoção de novas práticas de governança corporativa e disclosure adicionais em relação aos que são exigidos pela legislação societária brasileira em vigor (Bovespa).

Alguma das ações que essas empresas devem tomar ao aderir o Novo Mercado é a ampliação dos direitos dos acionistas - conceder a todos os acionistas a opção de vender suas ações nas mesmas condições obtidas pelos controladores - além da divulgação de suas informações de maneira sistemática e mais transparente à sociedade como um todo.

Ademais, outra exigência básica é a manutenção de pelo menos 25% do capital da companhia em circulação no mercado financeiro (*free float*). Sendo também fundamental, na operação de um signatário do Novo Mercado, a obrigatoriedade de todas as ações emitidas serem ordinárias, ou seja, cada ação dá direito a um voto nas decisões da empresa, sendo que a sua venda deve ocorrer em ofertas públicas, por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão das ações, e não o controle de um ou poucos grupos.

É necessário destacar que as regras do Novo Mercado não se restringem à compra e venda de ações. Todas signatárias devem contar com um Conselho de Administração eleito por todos acionistas o qual é formado por um mínimo de cinco membros com mandato de um ano. As informações para o acionista são passadas por meio de relatórios trimestrais, prestação de contas sobre negociações e demonstrações de fluxo de caixa.

Outro pré – requisito é a adesão à Câmara de Arbitragem (instituída pela Bovespa de acordo com os dispositivos da Lei n.º 9307/96) como instrumento jurídico na solução de conflitos, um meio mais versátil e especializado de garantir que compromissos firmados sejam cumpridos

As questões passíveis de discussão pela Câmara abordam a Lei de S. A., os Estatutos Sociais das companhias, normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Imobiliários, o Regulamento da Bovespa, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, o Regulamento de Listagem de Práticas

Diferenciadas de Governança Corporativa entre outras questões que possam envolver problemas referentes ao mercado de capitais como um todo.

Abaixo segue a listagem de empresas que fazem parte do Novo Mercado.

*Tabela 1.1: empresas listadas no Novo Mercado*

Razão Social	Nome de Pregão
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	CCR RODOVIAS
CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SP	SABESP
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	CYRELA REALT
DIAGNOSTICOS DA AMÉRICA S.A.	DASA
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
GRENDENE S.A.	GRENDENE
LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A.	LIGHT
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
NATURA COSMÉTICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
RENAR MARCAS S.A.	RENAR
SUBMARINO S.A.	SUBMARINO
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL

Fonte: BOVESPA

É interessante notar, na tabela acima, que o Novo Mercado conta apenas com uma empresa estatal, a Sabesp que desde que começou a ter uma relação mais próxima com o mercado de capitais passou a implementar as boas práticas de governança corporativa. Mesmo antes da entrada do novo modelo, a empresa já contava com membros no Conselho com representação minoritária, divulgava as informações trimestrais e participava de reuniões frequentes na APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais). Contudo, ela teve que realizar alguns ajustes para ser aceita no Novo Mercado da Bovespa., tal a adesão à Câmara de Arbitragem.

Entre as empresas privadas o destaque é a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) que foi a primeira empresa a ingressar no Novo Mercado, em 20 de novembro de 2001, sendo que suas ações começaram a ser negociadas na Bovespa em primeiro de fevereiro de 2002. Ademais a CCR também é patrocinadora do Núcleo de Governança Corporativa da Fundação Dom Cabral, de Belo Horizonte, decisão tomada a fim de não somente aperfeiçoar as práticas de governança corporativas, mas também estimular o mercado de capitais.

## ***1.2 Níveis de Governança***

Os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” são de certa forma um reconhecimento por parte da Bovespa que as regras estabelecidas para o Novo Mercado são bastante restritivas. Ao proibir a emissão de ações preferenciais o Novo Mercado faz com que muitas empresas fiquem impossibilitadas de aderir a este segmento sem que realizem a conversão de suas ações. Por isso mesmo seu público alvo acaba sendo as empresas que venham a abrir seu capital. Diante disso, restaram às empresas com ações já em negociação os níveis de governança corporativa, compostos pelo Nível 1 e Nível 2, sendo o segundo mais exigente e próximo do Novo Mercado.

A entrada de uma empresa em algum desses níveis é determinada por sua adesão a um conjunto de regras de boas práticas de governança corporativa que estão compiladas no Regulamento de Listagem (documento elaborado pela Bovespa em que constam todas as exigências).

Dessa forma é exposto abaixo detalhes e características específicas do que é exigido para que uma empresa ingresse no Nível 1 ou Nível 2 de governança corporativa.

### ***1.2.1 Nível 1 de Governança Corporativa***

O “clube” do IGC surgiu em junho de 2001, quando uma primeira leva de 15 companhias aderiu ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. As empresas Nível 1 estão fundamentalmente comprometidas com melhorias no processo de transmissão de informações e com a dispersão acionária. Abaixo seguem sinteticamente as exigências desse segmento, obtidas na Bovespa:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;

- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Considerando a adesão das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa acima, o superintendente geral, perante solicitação justificada e formal da empresa, concede tempo hábil para o enquadramento do Percentual Mínimo de Ações em Circulação. Abaixo segue a tabela das empresas listadas no Nível 1 de governança corporativa.:

*Tabela 1.2: empresas listadas no Nível 1*

Razão Social	Nome de Pregão
Aracruz Celulose S.A	ARACRUZ
Banco Bradesco S.A	BRADESCO
Bco Itau Holding Financeira S.A	ITAUBANCO
Bradespar S.A	BRADESPAR
Brasil Telecom Participações S.A	BRASIL T PAR
Brasil Telecom S.A	BRASIL TELEC
Braskem S.A	BRASKEM
Cia Brasileira de Distribuição	P.AÇUCAR-CBD
Cia Energética de Minas e Energia-CEMIG	CEMIG
Cia Fiação Tecidos Cedro Cachoeira	CEDRO
Cia Hering	CIA HERING
Cia Transmissão Energia Elet Paulista	TRAN PAULIST
Cia Vale do Rio Doce	VALE R DOCE
Confab Industrial S.A	CONFAB
Duratex S.A	DURATEX
Fras-Le S.A	FRAS-LE
Gerdau S.A	GERDAU
Ioche Maxion S.A.	IOCHP-MAXION
Itausa Investimentos Itau S.A	ITAUSA
Klabin S.A	KLABIN S/A
Mangels Industrial S.A	MANGELS INDL
Metalurgica Gerdau S.A	GERDAU MET
Perdigão S.A	PERDIGAO S/A
Randon S.A Implementos e Participações	RANDON PART
Ripasa S.A Celulose e Papel	RIPASA
Rossi Residencial S.A	ROSSI RESID
S.A Fábrica de Prods Alimentícios Vigor	VIGOR
Sadia S.A	SADIA S/A
São Paulo Alpargatas S.A	ALPARGATAS
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A	SUZANO PAPEL
Ultrapar Participações S.A	ULTRAPAR
Unibanco Holdings S.A	UNIBANCO HLD
Unibanco União de Bcos Brasileiros S.A	UNIBANCO
Unipar União de Ind. Petroq. S.A	UNIPAR
Votorantim Celulose e Papel S.A	VCP
WEG S.A	WEG

Fonte: BOVESPA

Em relação às empresas da Tabela 1.2 pode-se destacar, primeiramente, a participação de instituições bancárias. De modo geral, essas instituições apresentaram maior facilidade no acompanhamento das exigências estabelecidas, pois o *free float* que é a maior dificuldade das empresas, é facilmente atingido pelas instituições bancárias, um exemplo disso é o Unibanco que apresenta atualmente um *free float* de 60%.

O Bradesco, maior banco privado nacional aderiu ao Nível I em 26 de junho de 2001 e também não teve dificuldades na adaptação, uma vez que o banco já utilizava as melhores práticas de governança corporativa. Mas o maior destaque entre os bancos é o Itaú que foi classificado pelo CLSA (Crédit Lyonnais), a terceira melhor empresa entre as grandes do mundo (com valor em bolsa superior a US\$ 3 bilhões), como realizador das melhores práticas de governança. Desde 2002, todos os investidores contam com a vantagem de alienar suas ações por, no mínimo, 80% do valor do preço pago pelo controle da companhia em caso de venda.

Um ponto de ressalva no setor bancário é que muitos não têm interesse em migrar para o Nível 2, apesar do seu desempenho e fácil adaptação. Infere-se que em termos de custos talvez não compense essa transição. Em contrapartida, pode-se destacar a Braskem, empresa petroquímica brasileira que aderiu ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa em fevereiro de 2003 e que agora se prepara para o Nível 2. Um dos principais pontos para a mudança é a divulgação de informações financeiras em padrão internacional (US GAAP) e a aderência à Câmara de Arbitragem do Mercado (ROSAL, 2005)

### ***1.2.2 Nível 2 de Governança Corporativa***

O Nível 2 teve início exatamente um ano depois do surgimento do Nível 1, no dia 26 de junho de 2002, com a adesão da Celesc. Chegar nesse patamar não é para qualquer um. Na classificação de empresas Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores adotam uma série de regras bem mais amplas de práticas de governança (por exemplo, colocar o equivalente a 25% do seu capital total em ações no mercado financeiro em um prazo de três anos) e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, além de a empresa estar, internacionalmente, sujeita à *Sarbanes & Oxley Act*, que estimula práticas de governança corporativa nos EUA.

As companhias participantes do Nível 2 devem adotar uma conduta transparente para a sociedade e para os acionistas permitindo a estes últimos o direito a voto em questões como

incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a empresa e seu controlador, entre outras.

De forma pragmática, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP<sup>1</sup> ou IAS<sup>2</sup>;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

Abaixo são apresentadas as empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa:

*Tabela 1.2: empresas listadas no Nível 2*

Razão Social	Nome de Pregão
ALL America Latina Logística S.A	LAT
Centrais Elet Santa Catarina S.A	CELESC
ELETROPAULO Metrop Elet. São Paulo S.A	ULO
ETERNIT S.A	ETERNIT
GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A	GOL
MARCOPOLO S.A	LO
NET Serviços de Comunicação S.A	NET
Suzano Petroquímica S.A	PETR
TAM S.A	TAM S/A

Fonte: BOVESPA

<sup>1</sup> US GAAP são as normas de contabilidade utilizadas nos EUA conhecidas como “United States Generally Accepted Accounting Principles”.

<sup>2</sup> IAS são normas de contabilidade internacionalmente promulgadas pelo “International Accounting Standards Committee”.

## CAPÍTULO II

### Governança corporativa e o cálculo do IGC

Como visto nas seções anteriores deste estudo, o Brasil vive nos dias de hoje uma situação de ampliação e fortalecimento do mercado de capitais caracterizado pelos fenômenos do estabelecimento do Novo Mercado e seus Níveis de Governança Corporativa, aprovação de leis nesse sentido (Lei das S.A), além do reconhecimento por parte das empresas que participam desse mercado de que a adoção das práticas de boa governança torna sua gestão mais moderna e eficiente, o que acaba refletindo nos seus retornos. Nesse capítulo a discussão gira em torno da conceituação e importância da governança corporativa, bem como do cálculo do Índice de Governança Corporativa, o IGC.

#### *2.1 A Governança Corporativa*

A conceituação de governança corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), parte da existência do chamado conflito de agência, decorrente da separação nas sociedades entre gestão empresarial e propriedade. O principal, que seria o detentor dos direitos de propriedade, delega ao agente a gestão sobre os rumos da empresa, da sociedade e do investimento. Os conflitos de agência surgem devido à incompatibilidade de interesses entre essas duas partes. Por isso, pode-se definir governança corporativa como o sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva de modo a prover meios de garantir o funcionamento eficiente e sustentável da mesma. As ferramentas que garantem esse controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a auditoria independente e o Conselho Fiscal.

O Conselho de Administração, representante dos acionistas / cotistas, tem o papel de estabelecer as estratégias, eleger a diretoria, fiscalizar e avaliar o desempenho da gestão, além de escolher uma auditoria independente. Ou seja, este Conselho atua como controlador da propriedade, além de promover a equidade de poder nas empresas, certificando aos sócios a prática de uma gestão transparente e responsável pelos resultados. Deste modo, fica patente que o sistema de governança corporativa objetiva, em última análise, agregar valor para os acionistas.

Nos últimos anos tem sido comum a adoção por vários países de códigos das melhores práticas de Governança Corporativa. No Brasil, este documento foi preparado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) pela primeira vez em maio de 1999. Os princípios básicos que norteiam esse documento estão alinhados com a função do conselho administrativo e fiscal: transparência (mais do que a obrigação de informar o que importa é o desejo da administração em informar), a equidade (tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários), a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa (incorporação de questões de ordem social e ambiental na condução dos negócios e operações).

Ademais, se analisada sob a ótica da eficiência, a governança corporativa pode ser avaliada sob alguns critérios: primeiramente, deve-se mensurar quanto o sistema de governança assegura um bom financiamento externo às corporações, pois isso depende diretamente da proteção dada aos investidores. O segundo critério a ser destacado é a contestabilidade, ou seja, a habilidade de possuir o controle de modo mais eficiente o que dependeria da capacidade de suportar esse mesmo controle e, eventualmente, transferi-lo para indivíduos mais capazes em responder aos interesses dos acionistas.

Decorrente do conceito de contestabilidade, que advém a indagação acerca dos mecanismos básicos que permitiriam a eficiência do sistema de governança, foram identificados quatro mecanismos: o primeiro é o mecanismo clássico que enfatiza a proteção legal (jurídica) garantindo a proteção dos acionistas (inclusive dos minoritários) e credores (no Brasil isto inclui questões como a Lei de S. A. e a Lei de Falências). Fora isso, vale destacar que no caso brasileiro a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem sido fundamental para aperfeiçoar os mecanismos existentes legalmente.

O segundo mecanismo trata do papel dos Conselhos de Administração, cuja composição pode variar. De modo geral, seria uma instância representativa da opinião dos acionistas, constituindo o que é designado por “império dos acionistas”. O terceiro mecanismo, que apesar de crucial nos EUA e Inglaterra, possui uma menor magnitude no Brasil, trata da punição de executivos ineficientes através do mercado, por meio de aquisições ao estilo *take over*, na qual as propostas dos investidores externos são tidas como indicadoras do bom ou mau desempenho dos executivos, determinando seu destino na empresa. Conforme observado, este mecanismo acaba embutindo um forte caráter disciplinador nesse grupo.

O quarto mecanismo, isto é, o poder dos grandes credores / investidores exercerem pressão e negociação dentro da empresa, tem sido mais comum no âmbito dos investidores

institucionais de grande porte, pois por possuírem investimentos concentrados e vultosos, os incentivos para monitorar e atuar, quando necessário, é potencializado.

De modo geral, pode-se inferir que no Brasil o modelo de governança e as estruturas de propriedade são caracterizados pela concentração das ações ordinárias nas mãos dos controladores, concomitante a uma grande emissão de ações sem direito a voto (ações preferências), o que pode provocar um desalinhamento entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa dos acionistas. Ademais, também é característico a presença de acionistas minoritários pouco ativos e a alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva, com conselhos informais e baixa profissionalização.

Outro destaque do caso brasileiro é o envolvimento relativamente baixo das instituições financeiras na governança corporativa (ao contrário do modelo alemão, por exemplo). Como demonstrado no capítulo anterior, essas instituições não tiveram muita dificuldade em adotar a governança corporativa no nível 1 da Bovespa, entretanto, possuem grande resistência a avançar. Por conta disso, os grandes investidores emergem como alternativa de governança.

Apesar do Brasil caminhar mais lentamente em relação a outros países, um conjunto de fatores tem exercido pressão favorável, nos últimos tempos, em prol da modernização dos padrões de governança corporativa brasileiro, entre os quais: as privatizações; o movimento internacional de fusões e aquisições; a globalização e seus impactos; a contínua necessidade de financiamento; a ascensão exponencial dos investimentos de fundos de pensão além dos outros tipos de investidores institucionais nacionais / internacionais terem assumido uma posição mais ativa na sua forma de atuação

Assim, pode-se fazer um quadro que resume as instituições nacionais que trabalham para o afeiçoamento da governança corporativa, detalhando suas funções básicas, tal como segue abaixo:

Banco Central do Brasil	Supervisão do sistema financeiro via regulação das instituições financeiras
CVM	Regulação de todos os assuntos referentes ao mercado de títulos e ações, inclusive a Bovespa
Bovespa	Estabelece regras, procedimentos e monitora o comportamento das corretoras, firmas e investidores. Estabelece segmentos de negociação de ações (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

### 2.1.1 A Nova Lei das S.A.

A Reforma na Lei das S.A. (Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001) é considerada uma das iniciativas fundamentais para aperfeiçoar e alavancar as boas práticas de governança nas empresas brasileiras. Esta reforma teve como foco o melhoramento do mercado de capitais nacional, visando ao alinhamento de acordo com os princípios básicos de governança: transparência, credibilidade e equidade.

O ponto de partida que comprova isso é que a alavancagem das empresas (objetivo da atuação no mercado de capitais) está relacionada à proteção dada aos investidores, mais especificamente os minoritários e, portanto, uma gestão baseada nas boas práticas de governança proporciona maior o equilíbrio entre acionistas de uma companhia, agregando a esta mais valor.

O destaque na lei fica com a volta do *tag along* (que tinha vigorado até maio de 1997), ou seja, a Lei 10 303 determinou também que a mudança de controle da companhia aberta (alienação) somente poderá ocorrer sob a condição de que o comprador se obrigue a fazer oferta pública para a aquisição das demais ações com direito a voto, ao preço mínimo equivalente a 80% do preço pago ao acionista controlador. Há ainda uma segunda opção oferecida pelo adquirente do controle aos minoritários que consistiria em permanecer na companhia, mediante pagamento de um prêmio à diferença entre o valor de mercado das ações e aquele pago por ação integrante do bloco de controle;

Paralelamente a isso foram criados pela Bovespa o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, ambos já discutidos no capítulo anterior, mas que contribuíram assim como a Lei das S.A. para que os acionistas minoritários no Brasil passem a dispor de mecanismos mais potentes para a proteção de seus interesses.

O retorno do direito de *tag along*, bem como as modificações nas regras de fechamento de capital são mudanças cruciais que definitivamente contribuem para que haja um melhor alinhamento entre os interesses de acionistas controladores e minoritários, já que este é considerado o ponto central da discussão de governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto.

### ***2.1.2 Programa de incentivo à adoção das boas práticas de governança corporativa do BNDES***

No ano de 2000 o BNDES lançou um programa de incentivo à adoção das práticas de governança corporativa, seguindo o modelo da OCDE, que promove auxílio às novas companhias que abram seu capital e queiram aderir às práticas de boa governança. A via encontrada pelo BNDES nesse programa constituiu, basicamente, no oferecimento de linhas especiais de crédito às empresas que adotem os preceitos do modelo de governança corporativa.

O Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas é operado através das ações ou debêntures das empresas de forma que elas utilizam os recursos obtidos em melhorias dos processos e no aumento da capacidade produtiva.

Esta iniciativa leva em consideração a premissa de que a adoção das melhores práticas de governança corporativa reduz o custo de capital, além de fazer parte de um conjunto de ações que o BNDES vem tomando para reverter o quadro de baixo nível de financiamento no mercado acionário pelas empresas de capital aberto (menos de 10% dos financiamentos são obtidos dessa forma pelas S.A.).

O pouco peso do mercado acionário brasileiro nesse financiamento é decorrente das características das próprias empresas. Dado que a maioria das empresas é de cunho familiar, isto é, com a maior parte de suas ações em poder de uma família, geralmente a família fundadora, a intensificação das atividades no mercado acionário fica travada pela grande concentração de ações na mão de diversas famílias.

Ademais é importante destacar o papel primordial que o Estado sempre representou no financiamento das empresas, de modo que as opções mais utilizadas sempre foram empréstimos do governo e instituições estrangeiras, deixando mais uma vez o mercado acionário em plano secundário. A exceção nesse caso são as empresas de grande porte, cujas necessidades de financiamento, por serem muito elevadas, demandam todos os meios viáveis.

O próprio ambiente de negociação no mercado acionário brasileiro também contribui para esta situação, visto que há a pouca transparência na gestão das empresas de capital aberto, além de certa ausência de instrumentos adequados na supervisão da atuação dessas empresas, o que torna o cenário inseguro para os investidores.

Baseado em toda esta estrutura que o BNDES, um dos maiores financiadores de empresas privadas brasileiras, passou a conceder incentivos às empresas que adotem as boas práticas de governança como forma de alavancar o mercado de capitais nacional. Isso

significa não só ser um mercado de financiamento das grandes empresas, mas também incorporar o financiamento das empresas de médio e pequeno porte.

Vale ressaltar que essa atitude do BNDES, ao contrário do que muitos podem considerar como uma manobra para aumentar sua participação nos financiamentos, é, na verdade, um movimento no sentido de diminuir seu peso no financiamento das empresas através do incentivo de outras formas de obtenção de recursos.

Para participar do programa o BNDES estabelece algumas regras básicas, entre as quais se pode mencionar: a abertura do capital mediante oferta pública inicial com emissão de ações ordinárias, forma que as novas emissões deverão seguir a partir daí; conselho de Administração com mandato unificado e prazo de gestão não superior a um ano, com reeleição permitida; adoção da arbitragem como forma de resolução dos conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, execução de um plano de opção de compra de ações para empregados, etc...

Os benefícios deste programa são obtidos pela adequação de cada empresa a um dos quatro pacotes (bronze, prata, ouro e platina) montados pelo BNDES nos quais são listados graus distintos de exigência nas práticas de governança corporativa. A mudança para um pacote superior é realizada mediante o cumprimento de todas exigências previstas no pacote em que a empresa já se encontra. Fica a sob a incumbência do BNDES assegurar o cumprimento e monitoramento das empresas em cada pacote.

Alguns exemplos que ilustram a atuação deste programa foi a obtenção de R\$ 45,5 milhões por cinco empresas de pequeno e médio porte, em maio de 2001: TBM – Têxtil Bezerra de Menezes; Leon Heimer Indústria e Comércio; Klick Net, KA2 Laundry Services e Embrasa.

Esses exemplos ilustram que o programa caminha para um futuro promissor e com a tendência de progressiva adesão das empresas ao modelo de boa governança corporativa, o mercado de capitais brasileiro, com certeza, se tornará forte o bastante para que ser considerado como um meio fundamental para captação de recursos pelas empresas que estão no país.

## ***2.2 O cálculo do IGC***

O Índice de Governança Corporativa (IGC) será o parâmetro fundamental para desenvolver todo estudo que envolve a governança corporativa descrita até então e pode ser definido como um índice de ações com governança corporativa diferenciada cujo objetivo é

medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações das empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas ou estar classificadas no Novo Mercado ou no Nível 1 ou 2 da Bovespa.

De acordo com a Bovespa a inclusão de uma ação na contabilização deste índice segue as seguintes regras: para as empresas que já possuem ações negociadas no mercado acionário as ações serão incluídas após o término do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.; para empresas que ainda não estão no mercado acionário as ações serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

É importante ressaltar que uma vez que a empresa aderiu ao Nível 1 ou 2 de governança corporativa da Bovespa, todos os tipos de ações de sua emissão farão parte da carteira do índice, a exceção se sua liquidez<sup>3</sup> for considerada muito estreita. O critério de exclusão da carteira também preza a liquidez, ou seja, se a ação apresentar um nível de liquidez muito reduzido, de acordo com as avaliações periódicas, será excluída. Complementar a isso, se a empresa entrar em falência ou concordata suas ações emitidas serão excluídas da carteira do índice. Nesses casos serão feitos os ajustes necessários ao índice.

As ações que fazem parte da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado por um fator de governança (2 para o Novo Mercado; 1,5 para Nível 2 e 1 para Nível 1), nesse cálculo são consideradas somente as ações disponíveis no mercado para negociação, ou *free-float*. A ressalva nesse cálculo é que o peso específico de cada índice poderá alterar-se ao longo da vigência da carteira, devido às alterações nos preços de cada ação ou à distribuição de proventos pela empresa emissora. Exatamente este caráter de refletir não só as variações das cotações da ação, bem como o impacto da distribuição dos proventos, faz do IGC um índice capaz de avaliar o retorno total das ações que fazem parte de sua carteira.

A base do IGC foi fixada em 1000 para o dia 25 de junho de 2001 e a Bovespa efetua o cálculo do IGC em tempo real, considerando o preço dos últimos negócios efetuado no mercado à vista até o momento do cálculo em seu pregão, com as ações que fazem parte de sua carteira.

A participação de uma empresa, se considerado a totalidade dos seus papéis no IGC, não poderá ultrapassar 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas, que são

---

<sup>3</sup> Os negócios diretos não são considerados para efeito do cômputo da liquidez

realizadas no final dos meses de abril, agosto e setembro. Caso isso seja ultrapassado serão efetuados ajustes para promover a adequação do peso dos papéis a este limite.

Se uma ação que compõe o índice for suspensa, o índice fará uso do preço do último negócio registrado na bolsa, até que a situação seja normalizada. Caso a negociação não seja liberada após cinquenta dias, a partir de sua data de suspensão ou em caso que não haja perspectivas de reabertura de negócios, a ação será excluída da carteira.

Abaixo segue a fórmula de cálculo do IGC feito pela Bovespa. É importante notar que seu cálculo pode ser realizado de mais de uma maneira:

Primeiramente será demonstrado o cálculo sem a utilização do redutor:

$$\text{IGC}(t) = \text{IGC}_{(t-1)} * \frac{\sum Q_i * P_i}{\sum Q_i * P_{i-1}}$$

onde:

**IGC<sub>(t)</sub>** = valor do índice no dia t

**IGC<sub>(t-1)</sub> \*** = valor do índice no dia t-1

**Q<sub>i t-1</sub>** = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento.

**P<sub>i t</sub>** = preço da ação i no fechamento do dia t

**P<sub>i t-1</sub>** = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

Utilizando o redutor, que promove a adequação do valor do índice à base corrente, a fórmula obtida é a seguinte:

$$\text{Índice}_t = \frac{\text{Valor Total da Carteira}}{\mu} = \frac{(\sum P_i * Q_i)}{\mu}$$

onde:

**Índice<sub>t</sub>** = valor do índice no instante t

$Q_{it}$  = quantidade da ação  $i$  na carteira teórica no instante  $t$

$P_{it}$  = último preço da ação  $i$  no instante  $t$

$\mu$  = redutor utilizado para adequar o valor do índice à base corrente

### **2.2.1 O Ibovespa**

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, como um fator comparativo para avaliar o desempenho do IGC, deve ser aprofundado. O Ibovespa foi implantado em 2 de janeiro de 1968 e, atualmente, funciona como termômetro de aproximadamente 80% do volume total das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro.

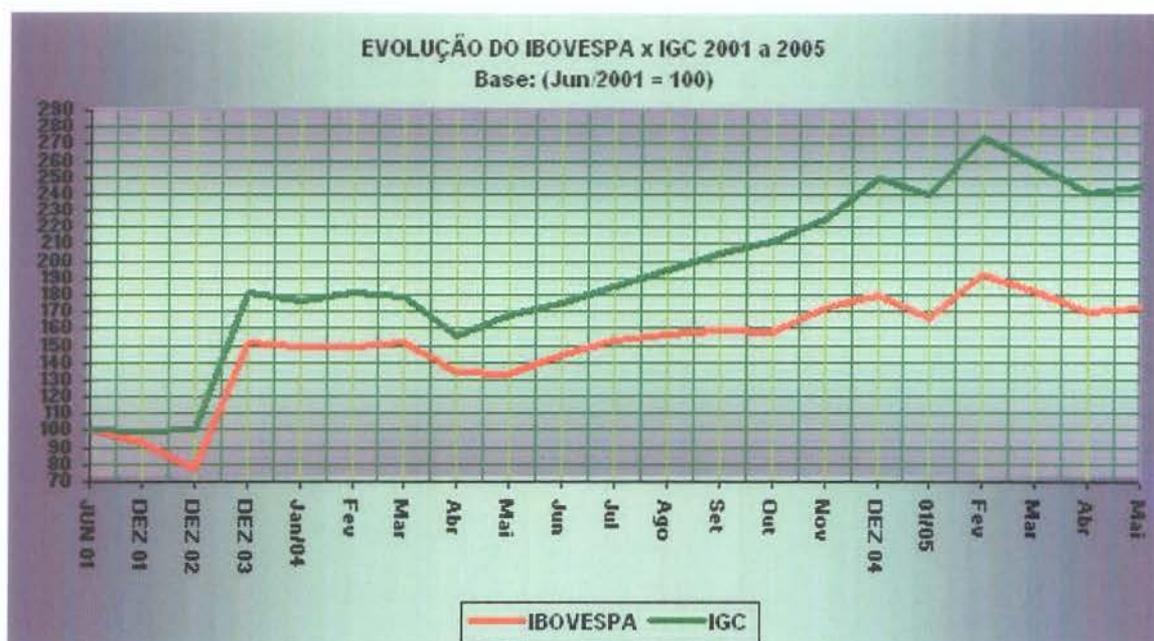
Esse índice mede as variações dos preços das ações tidas como as mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por isso sua rentabilidade é um parâmetro indicativo da rentabilidade esperada para uma boa parte dos fundos de ações, fazendo com que os investidores possam acompanhar se os papéis naquela bolsa estão valorizando ou desvalorizando.

A escolha desses papéis é feita pela Bovespa após a avaliação do volume movimentado e número de negócio nos últimos doze meses, isso significa que cada ação possui um peso diferente neste índice, sendo que a composição do Ibovespa é reavaliada a cada quatro meses, de modo a manter o índice o mais próximo da representação ideal. Em termos matemáticos, o Ibovespa é a soma do peso desses papéis, dado pela quantidade teórica da ação, multiplicada pelo último preço do papel.

Algumas empresas de grande peso neste índice são: Companhia Vale do Rio Doce, Brasil Telecom Participações, Petrobras, Embratel, Bradesco, etc.

Com base em tudo isso e alinhando com a hipótese que dá o embasamento para este estudo, já explicitada no objetivo, o gráfico e a tabela abaixo demonstram claramente a relação entre o IGC e o Ibovespa, contribuindo para justificar a hipótese levantada, bem como a escolha do tema:

Gráfico 2.1



Fonte: Acionista

Tabela 2.1

**Evolução do Índice IBOVESPA x IGC**

Período	Índice Nominal		Índice Relativo	
	IBOVESPA	IGC	IBOVESPA	IGC
JUN 01	14.599	1.017	100	100
DEZ 01	13.577	1.010	93	99
DEZ 02	11.268	1.026	77	101
DEZ 03	22.236	1.845	152	181
Jan/04	21.851	1.791	150	176
Fev	21.775	1.847	149	182
Mar	22.142	1.815	152	178
Abr	19.607	1.581	134	155
Mai	19.544	1.706	134	168
Jun	21.148	1.778	145	175
Jul	22.336	1.886	153	185
Ago	22.803	1.985	156	195
Set	23.245	2.083	159	205
Out	23.052	2.152	158	212
Nov	25.128	2.288	172	225
DEZ 04	26.196	2.545	179	250
01/05	24.350	2.436	167	240
Fev	28.139	2.786	193	274
Mar	26.610	2.624	182	258
Abr	24.843	2.451	170	241
Mai	25.207	2.493	173	245

Fonte: Acionista

A seguir será feito, no último capítulo, um estudo comparativo de indicadores comuns a estes dois índices que mostrará o desdobramento das evidências apresentadas no gráfico e tabela acima e explicará, através de uma análise mais detalhada, a superioridade patente do das ações das empresas que compõem o Índice de Governança Corporativa frente àquelas listadas no Ibovespa.

## CAPÍTULO 3

### Estudo Comparativo: IGC versus Ibovespa

#### *3.1 Indicadores do IGC e do Ibovespa*

O objetivo do presente capítulo é exatamente dar suporte à hipótese que partimos desde o começo deste estudo, ou seja, demonstrar através de diversos indicadores comuns entre estes índices que o IGC possui uma performance superior ao Ibovespa e, portanto, a adoção de boas práticas de governança corporativa promove a valorização das empresas no mercado de capitais.

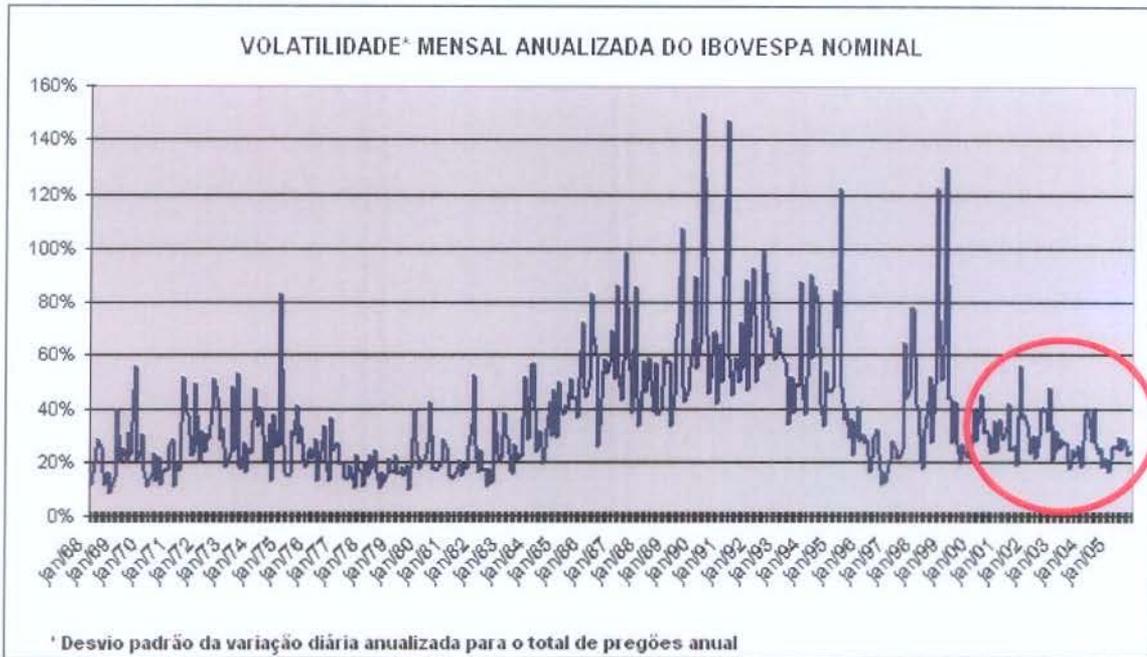
Já havia sido mostrado no final do capítulo anterior o gráfico 2.1 que deixa evidente que o IGC obteve nos últimos anos um desempenho melhor do que o Ibovespa, mas agora a análise procurará abordar aspectos específicos de cada índice visando dar argumentos de teor ainda mais contundente comprovando o impacto positivo que a governança corporativa possui nas empresas que adotam seus princípios.

De modo geral, pode-se começar observando o indicador da volatilidade das ações em ambos os casos, pois, como já foi citado em capítulos anteriores, ao ingressar em um nível de governança superior é aumentado o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como ocorre uma melhora na qualidade das informações disponibilizadas pela empresa.

Na realidade em outros estudos já realizados sobre o assunto ficou claro que a volatilidade é um bom parâmetro, mas não no seu sentido *strito sensu* e sim no sentido de provar que as ações que compõem o IGC apresentam uma maior rigidez quando se tratam de valores negativos, isto é, frente à tendência de baixa, as ações se comportam de forma mais estável.

Levando-se isso em consideração, pode-se observar os gráficos abaixo e notar a comparação das curvas ao longo do mesmo período (note que o gráfico 3.1.1 está com o período relevante destacado):

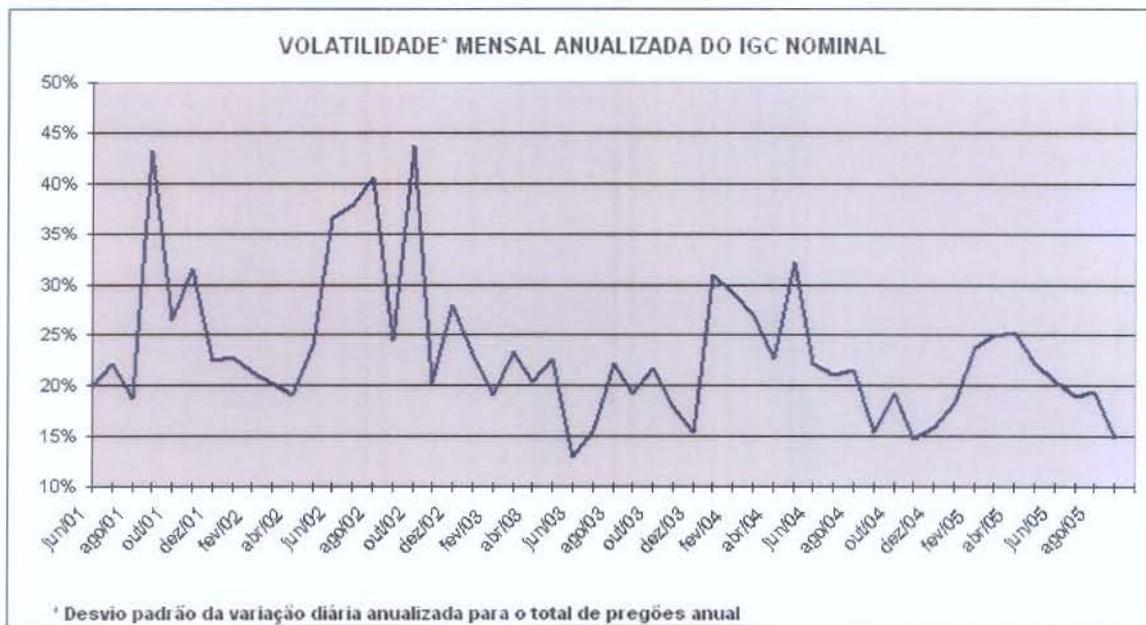
Gráfico 3.1.1



Fonte: Bovespa

CEDOC/IE

Gráfico 3.1.2



Fonte: Bovespa

A diferença entre a volatilidade nos dois índices é um indicador expressivo ao evidenciar a situação mais favorável em que se encontram as ações cujas empresas adotaram as boas práticas de governança corporativa, pois o Ibovespa apresenta volatilidade em torno, ou acima de 40%, enquanto a do IGC fica, em média, nos 30%, com picos isolados de 40%.

Para ter uma análise mais precisa verifica-se que a partir de junho de 2004 o IGC não fica, em momento algum, acima dos 25% enquanto o Ibovespa, no mesmo período, atinge diversas vezes picos de 40%.

Isso evidencia o que já era esperado: as empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa e que, portanto, passam a fazer parte da composição do IGC, têm uma menor volatilidade nos seus papéis, pois apesar de terem trajetórias semelhantes ao Ibovespa em seus formatos, o IGC evidencia certa rigidez em relação aos rendimentos negativos, portanto o desempenho desses papéis, sob esta ótica, seria mais atrativo para investidores devido a sua constância ao longo do tempo.

A próxima etapa de análise são as taxas anuais de crescimento do IGC e do Ibovespa desde 2001, esta taxa, assim como a volatilidade, é fornecida pela Bovespa e se refere à taxa média de variação do índice composta anualmente, entre dois períodos. Para exemplificar a leitura da tabela pode-se observar a tabela 3.1.1 abaixo que mostra que para obtenção da taxa de crescimento entre 2002 e 2004 é necessário seguir na coluna vertical “2002” até a linha horizontal “2004” a qual, por sua vez, aponta uma taxa de 57,4%. A interpretação deste número é simples: os preços das ações que compõem o IGC tiveram crescimento a uma taxa média de 57,4% ao ano entre o final de 2002 e 2004.

Seguem abaixo as tabelas comparativas dos índices em questão:

*Tabela 3.1.1 – Taxa de Crescimento Anual do IGC*

ANO	2001	2001	2002	2003	2004	IGC Anual
2001	1,1					1.010,98
2002	1,3	1,6				1.026,90
2003	22,7	35,1	79,7			1.845,41
2004	26,3	36	57,4	37,9		2.545,00
2005	26,3	33,5	46,2	31,9	26,2*	3.211,78

Fonte: Bovespa

*Tabela 3.1.2 – Taxa de Crescimento Anual do Ibovespa*

ANO	2000	2001	2002	2003	2004	Ibovespa Anual
2001	11					13.577,50
2002	14,1	17				11.268,40
2003	13,4	28	97,3			22.236,30
2004	14,5	24,5	52,5	17,8		26.196,25
2005	14,6	27,9	10,7	16,5	15,3*	30.193,51

Fonte: Bovespa

\* Dados preliminares (outubro de 2005)

Através de ambas tabelas pode-se facilmente inferir comparativamente a evolução do IGC e do Ibovespa. Como o IGC começou a ter sua taxa de crescimento anual mensurada a partir do ano de 2001, o valor que aparece na primeira linha e coluna da tabela 3.1.1 corresponde ao crescimento daquele índice ao longo daquele ano e não comparativamente ao ano de 2000, como acontece no Ibovespa. Devido a isso, este estudo irá desprezar esse primeiro dado e analisará comparativamente apenas a partir de 2001 em relação a 2002.

O ano de 2002 para o Ibovespa e para o IGC foi um ano complicado, na verdade, a instabilidade política decorrente do período eleitoral com a provável (e hoje consumada) eleição do então candidato Luis Inácio Lula da Silva provocou pane nos mercados brasileiros, já que se temia que o futuro governo ao assumir tomasse uma postura heterodoxa que rompesse com todos os padrões estabelecidos nos governos anteriores sob a ótica do neoliberalismo. Assim, nada mais natural do que um resultado insatisfatório na performance de ambos índices: 1,6% no IGC e -17% no Ibovespa. Ou seja, frente às mesmas adversidades o IGC se comportou de maneira mais estável que o Ibovespa apresentando certo crescimento, em contrapartida, o Ibovespa decresceu confirmando a tendência anteriormente apresentada no indicador de volatilidade.

Os anos seguintes, a exceção de 2003, o IGC sempre esteve à frente do Ibovespa em taxas de crescimento evidenciando sua progressiva expansão enquanto o Ibovespa manteve-se, a partir de 2004, com taxas de crescimento inferiores a 20%. Mesmo nos dados preliminares de crescimento para o ano de 2005, o Ibovespa mantém essa tendência e o IGC caminha para os 30% mais uma vez.

Uma outra forma de análise de desempenho que pode ser útil na visualização é a variação anual, pois mostram, inclusive, dados de fechamento e a variação em US\$. Abaixo seguem as tabelas referentes ao IGC e ao Ibovespa que demonstram como essa variável se comportou nos últimos anos:

*Tabela 3.1.3 – Variação Anual IGC (R\$/US\$)*

Ano	Índice de Fechamento Nominal	Variação Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Variação Anual em US\$
2001	1.010,98	1,09	435,69	0,2
2002	1.026,90	1,57	290,63	-33,29
2003	1.845,41	79,7	638,73	119,77
2004	2.545,00	37,9	958,83	50,12
2005*	3.211,78	26,19	1.424,73	48,59

Fonte: Bovespa

\* Dados preliminares (outubro de 2005)

Tabela 3.1.4 – Variação Anual Ibovespa (R\$/US\$)

Ano	Índice de Fechamento Nominal	Variação Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Variação Anual em US\$
2001	13.577,50	-11,02	5.851,36	-25,02
2002	11.268,40	-17	3.189,20	-45,5
2003	22.236,30	97,33	7.696,35	141,33
2004	26.196,25	17,81	9.868,97	28,23
2005*	30.193,51	15,26	13.393,74	35,72

Fonte: Bovespa

\*Dados preliminares (outubro de 2005)

Em termos de análise os resultados são os mesmo que os obtidos com as taxas de crescimento, contudo é necessário fazer uma ressalva em relação ao que está sendo comparado neste estudo e esta tabela ajuda nisso: note que apesar do IGC ter progressivamente um crescimento bem mais expressivo que o Ibovespa, seu índice de fechamento nominal é, aproximadamente, dez vezes inferior ao do Ibovespa. Ou seja, é válido comparar os dois índices nas suas variações e observar seus comportamentos ao longo dos períodos, contudo é sempre bom ter em mente que o Ibovespa é um índice consolidado desde 1968 e possui um volume de negociação muito diferente daquele observado no IGC.

Para ilustrar essa ressalva pode-se observar a evolução mensal dos índices graficamente:

Gráfico 3.1.3



Fonte: Bovespa

Gráfico 3.1.4



Fonte: Bovespa

Apenas para não deixar esses gráficos fora de contexto, pode-se notar que mais uma vez é reforçada a hipótese de desempenho superior do IGC, pois no período considerado para o IGC, sua trajetória é semelhante à descrita pelo Ibovespa no mesmo período (observar área destacada no gráfico 3.1.3), contudo, mais suave, compatível com o esperado para este índice.

Por fim, o indicador que acaba sendo o mais contundente de todos é o que demonstra a evolução do valor de mercado (capitalização) para empresas listadas no IGC comparativamente às listadas no Ibovespa. Para evidenciar essa situação foi utilizada a capitalização bursátil disponibilizada pela Bovespa e que segundo a própria instituição pode ser definida como “(...) o valor de mercado das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica dos índices. Esse valor é apurado pelo resultado da multiplicação da quantidade de cada tipo/classe de ação de emissão da empresa pela sua respectiva cotação de mercado.”

É fundamental analisar este índice, pois alguns estudos estimam que ao ingressar num nível de governança corporativa ocorra uma elevação entre 80 e 100% na capitalização da empresa.

Para verificar a ocorrência disto, após essa visão mais geral dos índices, será feita uma resenha sobre a forma de atuação de algumas empresas que se destacam no que tange sua

atuação segundo as boas práticas de governança corporativa e seus respectivos valores de mercado entre 2002 e 2005.

Abaixo seguem as tabelas do valor de mercado para o IGC e Ibovespa que demonstram em termos absolutos (R\$) a capitalização de mercado das companhias de capital aberto que compõem cada um dos índices que estão sendo comparados neste capítulo:

*Tabela 3.1.5 Capitalização Bursátil - IGC*

Mês/Ano	Nº Cias	Valor de Mercado (R\$)
out/01	17	67.645.293.855,57
out/02	26	87.300.319.543,90
out/03	33	135.136.935.525,25
out/04	39	280.712.381.210,02
out/05	59	442.869.604.409,01

Fonte: Bovespa

*Tabela 3.1.6 Capitalização Bursátil – Ibovespa*

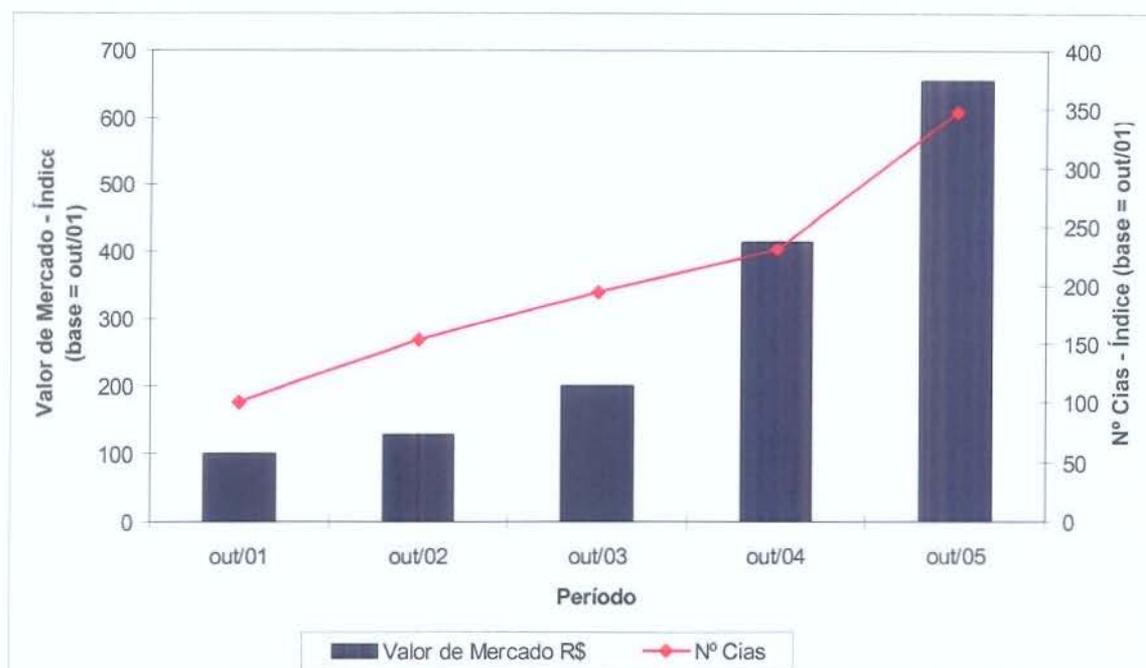
Mês/Ano	Nº Cias	Valor de Mercado (R\$)
out/01	48	271.238.257.628,71
out/02	47	278.384.408.202,88
out/03	45	399.840.954.732,85
out/04	45	568.979.751.105,95
out/05	48	756.381.021.873,83

Fonte: Bovespa

Através dos valores absolutos acima se pode inferir que a evolução do valor do IGC foi impressionante, pois de 2001 para 2005 a relação do valor de mercado em reais do IGC em vista do Ibovespa (IGC/Ibovespa) passou de 25% para 58,5%, ou seja, a capitalização de mercado das empresas listadas no IGC cresceu de apenas R\$67.645.293.855,57 para a marca dos R\$ 442.869.604.409,01.

Contudo é através da observação gráfica que se pode obter, de forma precisa, a constatação da hipótese que foi levantada no início deste estudo, assim abaixo se têm os gráficos com a variação do valor de mercado e do número de empresas, no período 2001-2005 (está em número índice com base em outubro de 2001):

Gráfico 3.1.5 - IGC



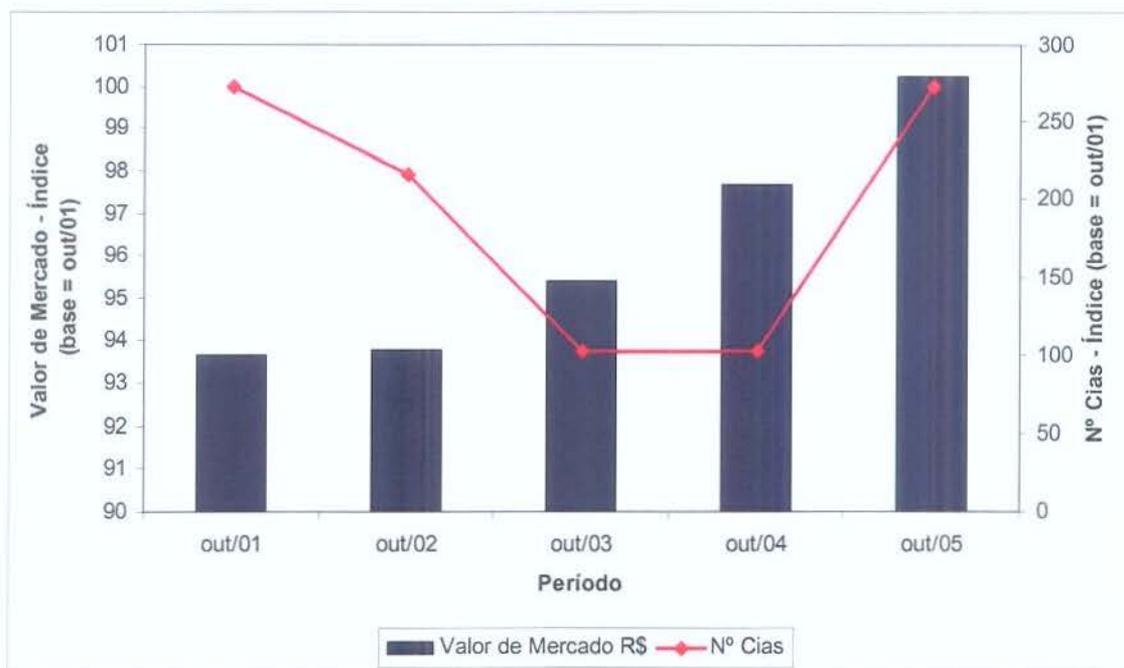
Fonte: Bovespa (elaboração própria)

O IGC apresentou um crescimento de 554,7% em outubro de 2005 comparativamente ao mesmo período de 2001. Os analistas de mercado citam que a preferência dos investidores por estes papéis e sua conseqüente valorização de mercado, ocorre porque ao perceber que há uma política de transparência na empresa, com compromisso de divulgação ampla de seus resultados e direitos acionários, tal como o tratamento equânime entre acionista majoritário e minoritário, além da participação na gestão da companhia, enfim, tudo isso faz com que o investidor tenha mais confiança e segurança nesses papéis e se sinta mais confortável em aplicar quantias maiores neles.

De acordo com Fariello (2003) “Se o investidor tiver dificuldade para saber como a empresa pensa, mais difícil será fazer projeções de retorno” e como é sabido, é através das projeções de retorno, nos mais diversos ambientes macroeconômicos, que os investidores tomam a decisão ou não de investir. Esse movimento de investidores demandando essas ações é o que justifica, em termos, a valorização desses papéis e demonstra que por mais que a segurança e confiabilidade tenham preços mais elevados - muitas dessas ações têm valores superiores à média do mercado- valem a pena, pois podem evitar perdas muito maiores no futuro.

A seguir é apresentado o mesmo gráfico só que para os dados do Ibovespa:

Gráfico 3.1.6



Fonte: Bovespa (elaboração própria)

Comparativamente ao gráfico 3.1.5 tem-se o gráfico acima no qual se pode observar que no mesmo período do IGC a valorização de mercado do Ibovespa atingiu a marca de somente 178,9% contra os 554,7% do IGC. Conforme havia sido dito anteriormente, para investir o investidor tem que se sentir o mais confiante ou seguro possível dentro do universo que escolhe para investir. Dado que mercado de capitais é considerado um investimento cujo risco é alto, bem como a possibilidade de retorno (positivo ou negativo), a governança corporativa ascendeu aos olhos dos investidores como um indicador muito positivo, pois com ela eles dispõem de maiores informações sobre a empresa que investirão, além de poderem obter retornos mais regulares e tão altos quanto em investimentos feitos em qualquer outro papel da Bolsa de Valores que não esteja listado neste índice.

Ademais é crucial acompanhar que a evolução progressiva do número de empresas participantes do IGC, que de 2001 a 2005 passou de 17 empresas para 59, ou seja, uma evolução de aproximadamente 247%, configura um fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, algo muito positivo para uma economia como a brasileira, sem tradição neste segmento.

### **3.2 O caso Itaú e a Companhia Vale do Rio Doce**

Analisando a tabela das ações listadas no IGC e que possuem maior participação, as empresas que figuram no topo são o Itaú (ação ITAU4 do Itaú Banco com 11,6%) e a Companhia Vale do Rio Doce (ação VALE5 com 11,05%). Por isso, mesmo serão estudadas estas duas companhias no que tange a evolução do valor de suas ações comparativamente ao IGC e ao Ibovespa e o valor de mercado dessas companhias desde 2002. Mas primeiramente, será feito um breve histórico para cada uma delas demonstrando as ações tomadas em prol das boas práticas de governança corporativa.

#### **3.2.1 Itaú**

Em junho de 2001, o Banco Itaú Holding Financeira S.A aderiu voluntariamente ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e, desde então, o banco tem expandido suas práticas nesse sentido. Assim sendo, em fevereiro de 2002, o Itaú listou seus ADRs Nível II na Bolsa de Valores de Nova York (New York Stock Exchange - NYSE) submetendo-se, aos critérios impostos pela NYSE e pela Securities and Exchange Commission (a SEC, o órgão que equívale à CVM no mercado norte-americano), que incluem a divulgação das demonstrações financeiras no formato US GAAP e também o cumprimento das exigências da lei norte-americana, inclusive a lei Sarbanes-Oxley, de 2002.

Ainda no ano de 2002, o Itaú implantou, no mês de abril, o *tag along*, beneficiando todos os acionistas não controladores da instituição. Essa iniciativa promove a aproximação dos direitos das ações preferenciais do banco aos direitos usualmente concedidos nos mercados internacionais e, conforme ressaltado neste estudo em capítulos anteriores, é uma grande conquista para os acionistas minoritários.

Em relação ao seu conselho de administração e conselho fiscal o banco fornece as seguintes informações ao público através de seu *site*:

i. Conselho de Administração: é formado por membros altamente qualificados. Dentre eles, 4 membros independentes: Pérsio Arida (ex-presidente do Banco Central), Roberto Teixeira da Costa (o primeiro presidente da CVM - Comissão de Valores Mobiliários), Alcides Lopes Tápias (Ex-Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio) e Tereza Grossi (ex-Diretora de Fiscalização do Banco Central);

ii. Conselho Fiscal: totalmente independente. Gustavo Jorge L. Loyola, Alberto Sozin Furuguen e Iran Siqueira Lima são os membros deste Conselho, cuja presença de profissionais independentes reforça o objetivo de garantir uma gestão cada vez mais transparente, profissional e sintonizada com as melhores práticas de Governança Corporativa, com contribuições para o bom desempenho do Itaú de forma contínua e consistente.

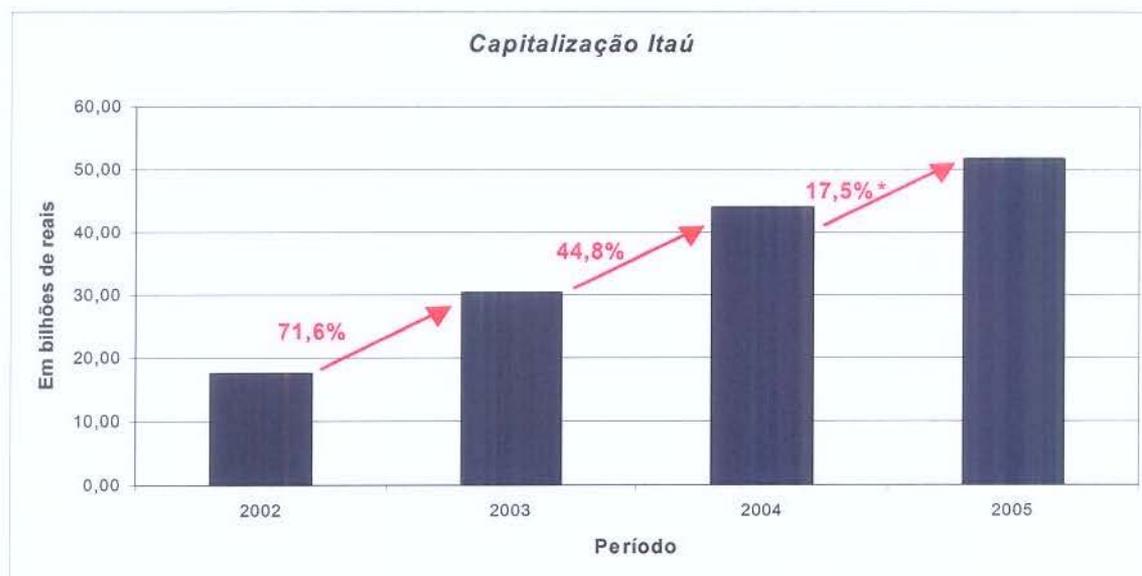
Ademais, conforme a Instrução 358/02 da CVM que estabeleceu a obrigatoriedade das companhias abertas adotarem uma Política de Divulgação e facultou a adoção de uma Política de Negociação, o Itaú foi pioneiro na criação e operação de ambos comitês.

Além disso, o Itaú Holding faz parte do Dow Jones Sustainability World Index, desde sua criação em 1999. Este índice demonstra não só a performance financeira da empresa, bem como e, principalmente, sua forma de gestão o que inclui a integração entre seu valor econômico e transparência, governança corporativa e responsabilidade social/ cultural/ ambiental. Na mídia, o Itaú Holding foi apontado pela revista Euromoney, em sua edição de setembro de 2003, como a melhor empresa em governança corporativa nos mercados emergentes e em terceira colocação se considerados os mercados desenvolvidos também.

### **Indicadores Itaú**

Caminhando para análise dos resultados de seus indicadores, pode-se observar no gráfico abaixo a capitalização do Itaú nos últimos anos e verificar que houve progressiva valorização desta companhia fazendo com que o Itaú fosse eleito o maior banco em valor de mercado da América Latina. Conforme mencionado anteriormente, a companhia ingressou no N1 em junho de 2001 e até o fim de 2005 sua valorização acumulada ficou em quase 191,9%. Considerando que os dados de 2005 datam do começo deste ano, sua capitalização acumulada deve superar os 200% até o final deste período.

Gráfico 3.2.1.1

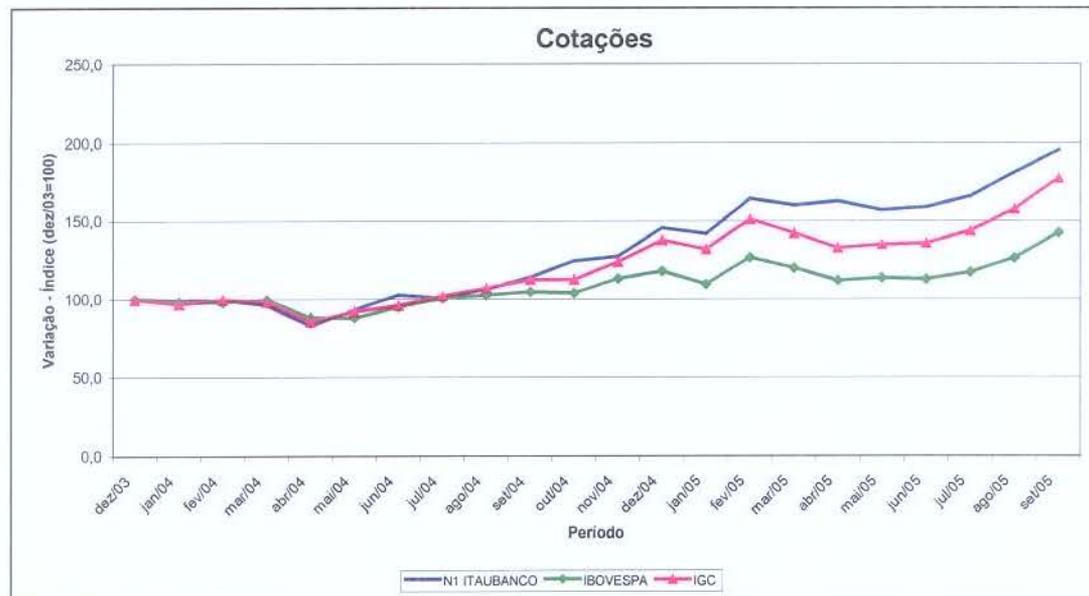


Fonte: Itaú

\* Dados preliminares de março de 2005

Abaixo segue o gráfico comparativo das ações do Itaú em relação ao IGC e ao Ibovespa:

Gráfico 3.2.1.2



Fonte: Acionista

O gráfico acima é uma boa demonstração de como operam as ações que fazem parte de um nível de governança: o desempenho das ações do Itaú não só é superior ao desempenho da carteira de ações do Ibovespa, como também supera os próprios papéis que compõem o IGC. Sem dúvida esse tipo de resultado não deve ser atribuído unicamente ao empenho progressivo do Itaú em direção à transparência e equalização de direitos ao acionista

minoritário. O banco em si tem obtido resultados fenomenais em sua lucratividade batendo seus próprios recordes a cada semestre e mantendo-se apenas atrás do Bradesco em lucratividade entre as instituições bancárias privadas. De qualquer modo, considerando sua capitalização e todos os indicadores observados para o IGC, pode-se afirmar que com certeza a governança tem sido um fator decisivo na escolha de muitos investidores ao optar pelas ações dessa companhia.

### **3.2.2 Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)**

De acordo com informações disponíveis no *site* da empresa, o modelo de governança corporativa da Companhia Vale do Rio Doce está fundamentado nos princípios de clareza de papéis, transparência e estabilidade, necessários para posicionar a CVRD em trajetória de crescimento e criação de valor.

Deste modo, cabe ao Conselho de Administração a definição das políticas diretrizes gerais da Companhia, a avaliação de planos e projetos propostos pela Diretoria Executiva e a aferição dos resultados alcançados.

Para dar suporte ao Conselho de Administração na condução de suas atividades existem cinco comitês de assessoramento: Estratégico, Financeiro, Governança e Ética, Desenvolvimento Executivo e Auditoria. Os comitês representam fóruns de discussão nos quais são apresentadas as diferentes visões de seus membros, contribuindo para a fluidez dos processos decisórios, bem como para a qualidade das decisões.

O Comitê de Governança e Ética da CVRD possui três membros, dos quais dois são conselheiros. De acordo com o seu regimento interno, a competência do comitê abrange:

- a avaliação da eficácia das práticas de governança corporativa e do funcionamento do Conselho de Administração, bem como propor melhorias;
- a recomendação de melhorias ao código de ética e aos sistemas de gestão, de modo a evitar conflitos de interesse entre a CVRD e seus acionistas ou administradores;
- a emissão de parecer sobre as políticas de responsabilidade institucional, tais como meio ambiente, saúde, segurança e responsabilidade social submetidas pela diretoria;
- a emissão de parecer sobre potenciais conflitos de interesse entre a CVRD e seus acionistas ou administradores; e
- a emissão de parecer sobre as demais matérias que envolvam a prática de governança corporativa e ética submetidas à sua apreciação.

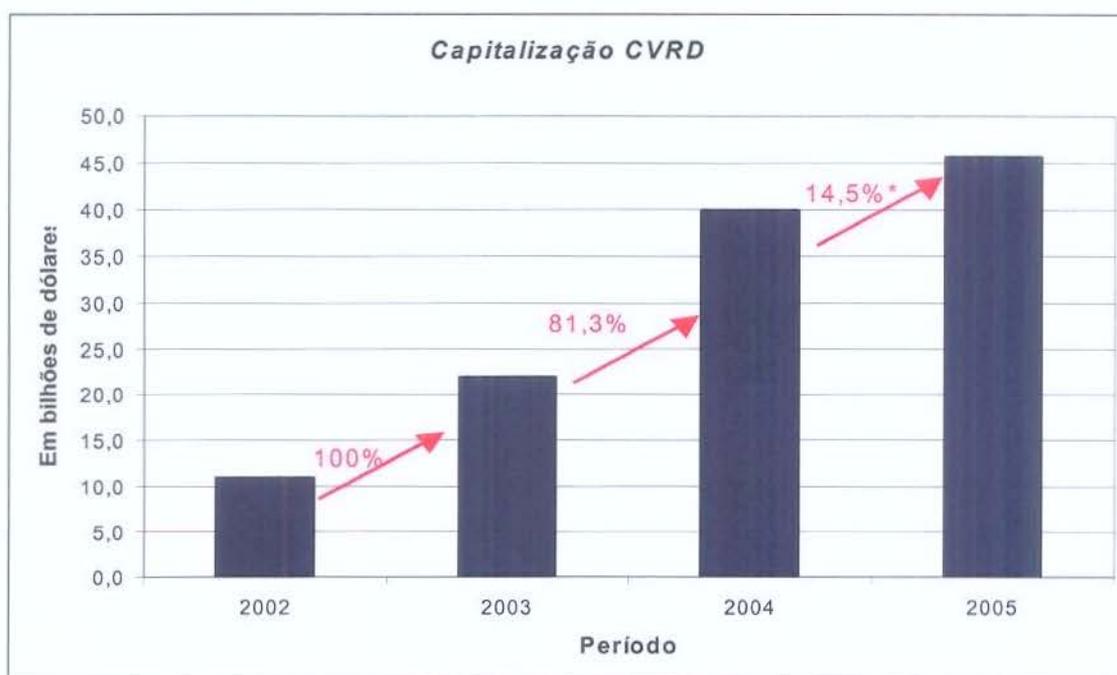
Vale ressaltar ainda que o regimento do Comitê de Governança e Ética exige que, pelo menos, um dos seus membros seja independente.

No que tange à Diretoria Executiva tem-se que ela é responsável pela execução da estratégia de negócios definida pelo Conselho de Administração, pela elaboração de planos e projetos e pelo desempenho operacional e financeiro da Companhia. Por sua vez, cabe ao Diretor - Presidente a responsabilidade pela escolha dos membros da Diretoria Executiva, os quais deverão ser ratificados pelo Conselho de Administração, ou seja, o Diretor - Presidente atua como interface entre a Diretoria Executiva e o Conselho de Administração.

### Indicadores CVRD

Com relação aos indicadores e começando com a capitalização de mercado, pode-se constatar, pela observação do gráfico abaixo, que, no caso da CVRD, a capitalização desde 2002 apresenta uma porcentagem de crescimento acumulada de 315,5%. Sendo mais significativo os 100% que ocorreram do ano de 2002 para o de 2003 e que coincide exatamente com o período de maior dedicação da companhia na observância das boas práticas de governança corporativa. Assim como no caso do Itaú, os dados de 2005 são preliminares, devendo apresentar até o fim do ano uma capitalização superior à apresentada.

Gráfico 3.2.2.1

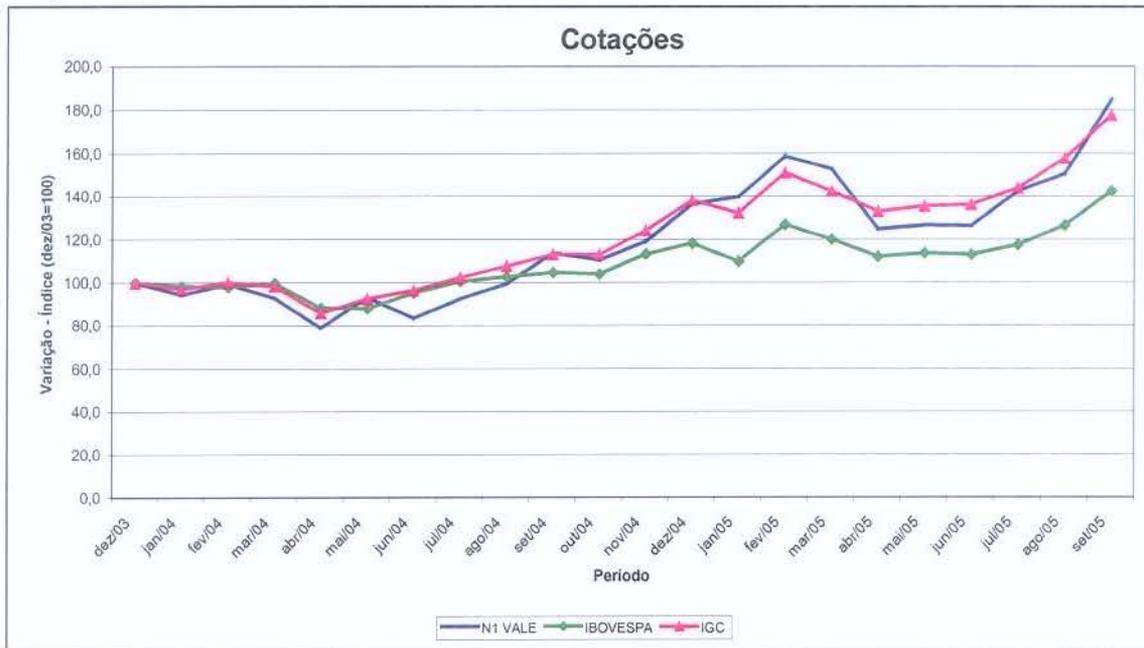


Fonte: Relatório Anual CVRD

\* Dados preliminares de outubro de 2005

Por fim, abaixo se encontra o gráfico comparativo das cotações das ações da CVRD comparativamente ao IGC e ao Ibovespa:

Gráfico 3.2.2.2



Fonte: Acionista

As ações da Vale possuem, assim como as do Itaú, um valor de mercado superior às da que perfazem a cesta de composição do Ibovespa. Suas altas e baixas devem-se ao fato de seus produtos terem sua cotação estabelecida no mercado internacional, mas mesmo assim, seu desempenho é muito melhor do que a média das empresas listadas no Ibovespa. E mais uma vez a hipótese que orienta este estudo é reforçada pelos dados que estão disponibilizados na Bovespa, permitindo que seja constatado que a performance do Ibovespa comparativamente ao IGC é inferior, portanto, as ações das empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa possuem uma tendência a se valorizar mais que as outras.

#### 4. CONCLUSÕES

O movimento de globalização tornou o fluxo de capitais algo frenético fazendo com que os investidores se encontrem num ambiente em que o retorno dos investimentos se torne cada vez mais imprevisível, dificultando progressivamente a tomada de decisão pelo investimento. Por isso e, após a quebra de grandes empresas nos EUA, é que se passou a venerar tão fervorosamente a adoção de práticas na gestão de uma empresa com a disponibilização de informação de fácil acesso e manipulação ao público, além da confecção de indicadores que indiquem com maior exatidão sua performance no mercado.

A equidade, transparência e prestação de contas na gestão de empresas tornaram-se, com isso, condições *sine qua non* para que os investidores retomassem a confiança no mercado de capitais e investissem de novo e normalmente nesta modalidade. Foi neste contexto que foi aprovada no Brasil a Nova Lei das S.A. e a Bovespa instituiu os níveis de governança corporativa (N1 e N2), além do Novo Mercado

Na verdade, este estudo dissertou não somente sobre a adoção destas práticas, mas principalmente o que se procurou demonstrar é que a adoção delas traz diversos benefícios não somente aos acionistas minoritários (que com o *tag along* estão garantidos) e ao próprio mercado de capitais que é fortalecido com o ingresso de mais empresas já nos níveis de governança, incluindo as de pequeno e médio porte, mas procurou enfatizar que ao adotar as boas práticas de governança corporativa a empresa faz com que seus papéis tenham uma rentabilidade superior aos outros, promovendo progressiva capitalização de mercado dessas companhias.

Em outros termos, o que se conclui através do presente estudo é que a adoção das boas práticas de governança corporativa pelas empresas promove a valorização dos papéis dessas companhias acima da média do mercado, pois, conforme demonstrado no último capítulo deste estudo, o IGC, no período que compreende os meses de outubro de 2001 a outubro de 2005, apresentou uma valorização acumulada das empresas que o compõem de 554,7%, contra apenas 178,9% do Ibovespa no mesmo período. Mesmo em casos isolados como o do Itaú e da Companhia Vale do Rio Doce, esta capitalização de mercado atinge 191,9% e 315,5%, respectivamente, números que, de qualquer maneira, são superiores ao desempenho apresentado pelo Ibovespa e reforçam a hipótese levantada.

É evidente que a franca expansão do número de empresas que aderem às boas práticas de governança corporativa também deve ser levado em consideração na análise dos resultados acima, pois enquanto o IGC teve um aumento de aproximadamente 247% no número de

empresas listadas (passou de meras 17 empresas para 59), o Ibovespa permaneceu com o número de suas empresas listadas constante no mesmo período, ou seja, com as mesmas 48. Ainda é interessante notar que o IGC apresentou contínuo crescimento no número de companhias listadas ao longo do período de 2001 a 2005, enquanto o Ibovespa para manter suas 48 companhias listadas passou por percalços, entre 2002 a 2004, com quedas consecutivas, só se recuperando mesmo agora, em 2005.

Outro ponto comparativo de destaque é a volatilidade, pois através dos dados obtidos pode-se concluir que as ações listadas no IGC acabam tendo sua volatilidade diminuída nos períodos de crise, ou seja, as ações apresentam um comportamento mais estável frente aos rendimentos negativos. Em termos numéricos isso significa que enquanto a volatilidade média do Ibovespa fica em torno de 40%, no mesmo período, a do IGC fica em média nos 30%.

Com base nesses dados pode-se inferir que os papéis listados no IGC por possuírem fonte mais extensa e completa de informações, com valorização de mercado superior ao das outras empresas e com uma volatilidade mais rígida aos rendimentos negativos, tornam-se muito mais atrativos aos investidores exatamente porque esse conjunto de fatores acaba diminuindo o risco de investimento.

É patente que todas essas vantagens da governança nas empresas não se resumem à sua valorização, mas em termos capitalistas é isso que conta, pois representa para os controladores das empresas um ganho substancial e muito desejado. O programa de incentivo do BNDES é uma prova de que ao beneficiar empresas que decidam aderir voluntariamente às boas práticas, está sendo beneficiado o pequeno e médio empresário, conforme foi mostrado no capítulo 2, e assim se alavanca a economia brasileira gerando emprego, renda e contribuindo para atenuar a grande desigualdade existente no país, dando mais oportunidades para a população e, portanto, promovendo o tão desejado crescimento e desenvolvimento econômico.

Por fim, uma ressalva que é importante ser feita é que toda essa discussão é apenas uma face, a da oferta, do mercado de capitais. Ou seja, a governança corporativa tem promovido uma mudança institucional significativa no mercado de capitais, contudo esse progresso somente será logrado se o contraponto, a demanda desse mercado, corresponder a todas essas mudanças. O lado da demanda é o determinado pela conjuntura macroeconômica do país, pois num contexto de juros ainda elevados e grande peso dos títulos públicos como financiamento governamental, o que se observa é que ao invés de migrarem para a compra de ações no mercado de capitais, os investidores preferem muitas vezes manter seu capital

lastreado pelo Tesouro Nacional, interesse totalmente compartilhado pelas autoridades monetárias visto a contínua necessidade de financiamento que o país possui.

Deste modo, o desenvolvimento do mercado de capitais depende em grande medida da iniciativa da Bovespa, do BNDES, da aprovação de leis como a nova Lei das S.A, mas é crucial notar que existe uma contrapartida e que só um dos lados ser mobilizado não é suficiente. O mercado de capitais tem que ser visto no cenário macro como um suporte ao setor produtivo da economia brasileira, ampliando a gama de alternativas para o financiamento dos investimentos, da produção e do consumo, reduzindo fortemente o custo de capital, como uma resposta ao aumento da concorrência no sistema financeiro promovida pela redução de custos e *spreads* bancários.

Paralelamente existem mudanças na condução de política econômica que devem ser levadas adiante, principalmente no que toca o financiamento público e a política monetária, a fim de estimular o investidor a aplicar seu capital em outros canais, como o mercado de capitais, ao invés de ser focalizado tanto em títulos públicos. Isso deve ser o suficiente para corresponder, pelo lado da demanda, ao fortalecimento do mercado de capitais proporcionado pelas mudanças institucionais que estão ocorrendo devido à disseminação crescente das boas práticas de governança corporativa.

Assim, pode-se concluir que a atual política de ajuste macroeconômico, para retomada do crescimento sustentado da economia brasileira, está condicionada pela velocidade e eficácia com que os instrumentos de política macro e micro são implementados, além do progresso no campo institucional que vise a indução de uma resposta positiva do investimento privado (isso inclui condições que consolidem a confiança dos investidores e promovam um salto favorável nas formas financiamento), pois entende-se que um sistema financeiro moderno e diversificado promove o crescimento e permite minimizar os efeitos e reduzir a duração de eventuais crises que venham a atingir algum segmento da economia.

Por isso, uma análise da governança corporativa tem sempre que ser vista como uma parte de um processo que é duplo, sendo que sua institucionalização cobre apenas a oferta. O lado da demanda depende da conjuntura macro e esta está diretamente correlacionada com a postura política que as autoridades econômicas brasileiras implementam diante dos mais adversos cenários e do caminho que constróem ao longo deste percurso. No momento, falta ainda para que o mercado de capitais seja o maior atrativo ao investidor, contudo, a perspectiva de redução de juros já é um bom sinalizador de que mudanças devem ocorrer brevemente.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACIONISTA, In [www.acionista.com.br](http://www.acionista.com.br):

- cotações das empresas listadas no IGC, In [www.acionista.com.br/governanca/cotacoes\\_nm\\_2004.htm](http://www.acionista.com.br/governanca/cotacoes_nm_2004.htm) ;

- gráfico comparativo IGC e Ibovespa, In, [www.acionista.com.br/governanca/igc\\_x\\_ibovespa\\_mensal.htm](http://www.acionista.com.br/governanca/igc_x_ibovespa_mensal.htm);

- <http://www.acionista.com.br/governanca/grafico.htm>

Agenda Legislativa 2004, Mercado de Capitais

BOVESPA, IGC, Cálculo do IGC, São Paulo. In [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

CARVALHO A., *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*, BOVESPA, jan. 2003. In [www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/usp niveis.pdf)

CHESNAIS, F., *A mundialização do capital*. Editora Xamã, 1999

ETHOS, Pequenos Investidores estimulam Novo Mercado. In <http://cidadania.terra.com.br/>

Comissão de Valores Imobiliários. In [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

FARIELLO, D. Governança Corporativa Rende Mais, *O Estado de S. Paulo*, 14 de abril de 2003. In [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

FRB-Par Investimentos S.A., O Novo Mercado. In [www.frbpar.com.br](http://www.frbpar.com.br)

FURTADO, J., *Mundialização, reestruturação e competitividade: a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas*

IBGC, Governança Corporativa. In seminário realizado em Outubro de 1998.

**JUNIOR, A. S. Empresas Assumem a Boa Governança como Meta Prioritária, *Gazeta Mercantil*, 20 de setembro de 2004. In [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)**

**LAMBDA, M., A Governança Corporativa no Brasil. PUC – Rio. In [www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br](http://www.maxwell.lambda.ele.puc-rio.br)**

**OCDE, The OECD Principles of Corporate Governance – Policy Brief – August 2004.**

**RAMALHO, C. BOVESPA e IBGC Assinam Protocolo de Parceria Visando Incrementar a Divulgação das Melhores Práticas, *Newsletter do IBGC*, edição setembro-outubro/2004. In [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)**

**Relatório Anual Banco Itaú Holding S.A., anos de 2002 a 2004 e último trimestre de 2005. In [ww13.itaub.com.br](http://ww13.itaub.com.br)**

**Resultados e informações Financeiras CVRD, Resultados Trimestrais 3T2005, 4T2004, 4T 2003, 4T2002. In [www.cvr.com.br](http://www.cvr.com.br)**

**Revista do BNDES, Rio de Janeiro V.11, P.103-122, dez 2004. In [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)**

**ROCCA, C. A., Mercado de Capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado. Estudos e pesquisa nº67. XVI Fórum Nacional: Economia do Conhecimento, Crescimento Sustentado e Inclusão Social, Rio de Janeiro, maio de 2004**

**ROCHA, P.F., O mercado de capitais brasileiro e a Nova Lei das S.A. In [www.societario.com.br](http://www.societario.com.br)**

**ROSAL, V., Entrada de novas empresas na Bovespa aquece mercado de capitais brasileiro, *HI – Finance*, 29 de junho de 2005. In [ww13.itaub.com.br/](http://ww13.itaub.com.br/)**

**SERFATI, C. "Le rôle actif des groupes à domaine industrielle dans la financiarisation de l'économie", in Chesnais, F., *La Mondialisation Financière — Genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996.**

**SETUBAL, A., Mercado de Capitais na agenda, Revista Época**

**Standard & Poor's. Country Governance Study – Brazil. Março de 2004. In  
[www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)**