

FACULDADE NOVOS HORIZONTES  
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS IMPACTOS NA  
RENTABILIDADE DE AÇÕES DA BOVESPA  
DE 2005 a 2007**

Júnia Alves de Lima

Belo Horizonte  
2008

**Júnia Alves de Lima**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEUS IMPACTOS NA RENTABILIDADE DE  
AÇÕES DA BOVESPA DE 2005 A 2007**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes para obtenção do título de mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Wanderley Ramalho

Área de concentração: Organização e Estratégia

Linha de Pesquisa: Estratégia e Competitividade

Belo Horizonte  
2008

*À Deus, sem O qual,  
nada teria alcançado,  
minha eterna gratidão.*

*À meu esposo, João Dario, e à minha mãe, Jane,  
cujo incentivo, amor e dedicação possibilitaram  
minha caminhada rumo a esta conquista.*

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu Pai do Céu, que me sustentou, deu-me força e esteve ao meu lado em todos os momentos. Permitiu-me quebrar barreiras para vencer meus medos e tribulações, deu-me fôlego para que pudesse chegar até aqui.

Ao meu esposo, pelo auxílio e consolo nas dificuldades, pela confiança em mim depositada e por estar sempre ao meu lado.

Ao meu orientador Wanderley Ramalho, que renovou minhas forças para continuar, não me deixando desistir. Obrigada pelo apoio, competência e dedicação que foram de extrema importância para a conclusão do trabalho.

Aos meus pais, à minha irmã, e à minha amiga Carolina pelo carinho e incentivo fundamentais para que eu vencesse mais esta etapa.

*"As dificuldades ensinam e fortalecem; as facilidades iludem e enfraquecem".*  
**Arnon de Mello**

*"O conhecimento é orgulhoso por ter aprendido tanto; a sabedoria é humilde por não  
saber mais."*  
**William Cowper**

## RESUMO

Diante de uma economia globalizada, o mercado de ações reflete o desempenho do ambiente econômico e político da nação e materializa-se em índices de bolsa de valores. Tendo em vista a grande contemporaneidade do tema Governança Corporativa e a sua tendência mundial, foram estudados os seus impactos sobre a rentabilidade das empresas, ou seja, comparou-se o comportamento dos retornos, em termos de rentabilidade das empresas que participam do Índice de Governança Corporativa e do Ibovespa como um todo. Também foi analisada a influência das macro variáveis Selic e risco – país sobre estes índices, bem como a influência das empresas que praticam Governança Corporativa sobre o valor do câmbio. Neste estudo, utilizou-se fundamentalmente análise de regressão simples e múltipla, bem como o teste de Student para as observações emparelhadas. Por meio da análise de regressão múltipla, estudou-se a relação entre a variável resposta (rentabilidade das empresas que compõem o Ibovespa e a rentabilidade das empresas que compõem o IGC) e as variáveis explicativas Selic e risco–país. Por meio da análise de regressão simples, estudou-se a relação entre a variável resposta câmbio, e o Índice de Governança Corporativa. Por meio do teste de Student para observações emparelhadas, procurou-se testar se os dados coletados continham evidência suficiente para a afirmação de existência de uma diferença estatisticamente significativa entre a rentabilidade das empresas que constituem o Ibovespa como um todo e aquelas que compõem exclusivamente o Índice de Governança Corporativa. Após a análise dos resultados, verificou-se o mérito da Governança Corporativa mediante observação da superioridade da rentabilidade das ações das empresas que constituem o IGC em relação à rentabilidade daquelas que compõem o Ibovespa como um todo.

Palavras – chave: Governança Corporativa, Ibovespa, IGC.

## **ABSTRACT**

In a globalized economy, the stock market reflects the performance of a nation's economic and political environment, which can be measured by stock exchange indexes. Since Corporate Governance is an increasingly important issue to companies around the world today, this study analyzed its impacts on the companies' profitability; more specifically, it compared the returns of the companies listed on the Corporate Governance Index and Ibovespa. It also analyzed the influence of the macrovariables Selic and country risk on these indexes, as well as the influence of the companies that follow the principles of Corporate Governance on the exchange rate. This study used basically both simple and multiple regression analysis, as well as the Student's t-test for the matched-paired observations. This study used multiple regression analysis to analyze the relationship between the response variable (profitability of the companies of both Ibovespa and CGI) and the explanatory variables Selic and country risk. This study also used simple regression analysis to analyze the relationship between the response variable exchange rate and the Corporate Governance Index. By using the Student's t-test for matched-paired observations, it was tested if the collected data supported the existence of a statistically significant difference between the profitability of the companies listed on Ibovespa and those listed exclusively on the Corporate Governance Index. After the analysis of the results, it was found out that the profitability of the stocks of the companies listed on CGI was higher than of those listed on Ibovespa, thus proving the relationship between Corporate Governance and profitability.

Keywords: Corporate Governance, Ibovespa, CGI.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Evolução mensal do Ibovespa .....	40
GRÁFICO 2 - Evolução mensal do IGC .....	43
GRÁFICO 3 - Volume médio diário negociado .....	44
GRÁFICO 4 - Taxa Selic de 1974 a 2008.....	46
GRÁFICO 5 - Risco-país no menor nível histórico .....	49

### TABELAS

TABELA 1 -Taxa média de crescimento do Ibovespa de 2001 a 2008.....	41
TABELA 2 – Taxa média de crescimento do IGC de junho de 2001 a agosto de 2008.....	44

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

COPOM - Comitê de Política Monetária

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

EMBI + - Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes

EUA – Estados Unidos

FED - Federal Reserve

GC - Governança Corporativa

IASB - International Accounting Standards Board

IBCA - Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA - Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IGP - Índice Geral de Preços

INPC - Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEADATA - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

NM - Novo Mercado

N1 - Nível 1

N2 – Nível 2

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SPC - Secretaria de Previdência Complementar

US GAAP - Financial Accounting Standards Board

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>14</b>
<b>1.1 Justificativa.....</b>	<b>16</b>
<b>1.2 Problema de pesquisa .....</b>	<b>17</b>
<b>1.3 Objetivos.....</b>	<b>19</b>
<b>1.3.1 Objetivo geral.....</b>	<b>19</b>
<b>1.3.2 Objetivos específicos.....</b>	<b>19</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>20</b>
<b>2.1 Governança Corporativa e a Teoria da Agência.....</b>	<b>20</b>
<b>2.1.1 Modelos de Governança Corporativa.....</b>	<b>22</b>
<b>2.1.2 Sistemas de governança e a estrutura de controle de capital no Brasil .....</b>	<b>24</b>
<b>2.1.3 Eficiência de mercado e os níveis de transparência das informações.....</b>	<b>27</b>
<b>2.2 Novo Mercado.....</b>	<b>28</b>
<b>2.2.1 Companhias Nível 1.....</b>	<b>31</b>
<b>2.2.2 Companhias Nível 2.....</b>	<b>32</b>
<b>2.3 Movimentos recentes.....</b>	<b>33</b>
<b>2.4 Índices da Bovespa e a carteira de ações.....</b>	<b>37</b>
<b>2.4.1 Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa).....</b>	<b>38</b>
<b>2.4.2 Índice de Ações de Governança Corporativa Diferenciada da Bovespa (IGC).....</b>	<b>42</b>
<b>2.5 Mercado de capitais e a relação entre a taxa de juros, o risco-país, o câmbio e o preço das ações.....</b>	<b>44</b>
<b>2.5.1 Taxa de juros Selic.....</b>	<b>45</b>
<b>2.5.2 Risco-país.....</b>	<b>48</b>

<b>2.5.3 Taxa de câmbio .....</b>	<b>50</b>
<b>2.6 Hipóteses da pesquisa.....</b>	<b>52</b>
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....</b>	<b>53</b>
<b>3.1 Levantamento de dados .....</b>	<b>53</b>
<b>3.2 Tratamento dos dados.....</b>	<b>53</b>
<b>3.3 Abordagem.....</b>	<b>54</b>
<b>3.4 Tipo de pesquisa.....</b>	<b>54</b>
<b>3.5 Unidade de análise.....</b>	<b>55</b>
<b>3.6 Modelos estatísticos utilizados.....</b>	<b>55</b>
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>57</b>
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>59</b>
<b>5.1 Contribuições teóricas e gerenciais.....</b>	<b>61</b>
<b>5.2 Limitações do estudo.....</b>	<b>61</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>63</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>68</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>76</b>



## 1 INTRODUÇÃO

O mundo globalizado vem sofrendo diversas modificações no sentido de adequar-se a um cenário onde as empresas cada vez mais procuram focar seus esforços na criação de valor para todos aqueles que estão envolvidos direta ou indiretamente em sua operação. A globalização fez crescer o comércio mundial, rompendo fronteiras e barreiras internas dos países.

O capital externo exerceu um papel importante no Brasil durante os anos 90. Ribeiro Neto e Famá (2001) consideram o intenso programa de privatização, a maior facilidade de entrada de investimentos estrangeiros e a estabilização da economia como fatores essenciais neste processo.

Esta percepção foi atribuída a Siffert (1998), ao afirmar que mudanças estruturais como privatizações, abertura comercial e estabilização econômica redefiniram as condições concorrenciais, ou seja, sem a proteção estatal, fez-se necessária a busca por qualidade nos produtos e serviços, e também se abriram oportunidades à iniciativa privada.

O desempenho positivo do mercado de capitais brasileiro, nos últimos anos, incentivou o aumento da entrada de divisas; com isso as empresas precisam divulgar informações cada vez mais esclarecedoras aos seus acionistas, pois os mesmos querem seus direitos assegurados e ampliados. Tudo isto faz com que o investidor torne-se mais participativo no controle da empresa.

Os recursos estrangeiros que entram no Brasil procuram empresas mais transparentes nas informações prestadas, que estejam buscando, continuamente, alinhar os objetivos da administração aos interesses dos acionistas, ou seja, que adotem as boas práticas de GC. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho

Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2008).

Entre as diversas contribuições oferecidas pelo IBGC, destaca-se o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, que apresenta quatro pressupostos básicos que poderão ser adotados pelas empresas:

- a) transparência (*disclosure*) – iniciativa da empresa de apresentar esforços no sentido de fornecer informações importantes àqueles que são afetados por elas;
- b) equidade (*fairness*) – tratamento igualitário a todos aqueles que de alguma forma são afetados pela empresa, os *stakeholders* (funcionários, acionistas, comunidade, instituições, fornecedores, consumidores e governo), sendo que políticas discriminatórias são inaceitáveis;
- c) prestação de contas (*accountability*) – prestação de contas do administrador àqueles que o elegeram, bem como responsabilidade absoluta sobre os atos por ele praticados;
- d) responsabilidade corporativa – compromisso de zelar pelos interesses da empresa, bem como os interesses da sociedade, incluindo desde questões ambientais até questões ligadas à função social da empresa.

Neste mesmo sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) apresenta vários motivos para que as empresas adotem boas normas de GC:

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2008).

Toraiwa (2003) afirma que as empresas que desejam atrair capital estrangeiro e novos investidores brasileiros, devem adotar boas práticas de GC por ser requisito básico.

Não restam dúvidas que é de interesse do público, o fortalecimento do mercado de capitais para que se viabilize o crescimento dos agentes econômicos e o desenvolvimento econômico e social do país.

Conforme Andrezo (1999, p. 4), “é extremamente relevante que exista credibilidade. A existência e o crescimento do mercado estão diretamente relacionados à confiança que seus diversos participantes têm no sistema”.

A CVM (2008) afirma que as empresas com um sistema de governança que protege todos os seus investidores, tendem a ser mais valorizadas, levam os investidores a reconhecer que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. Retornos diferenciados positivos das ações e o desempenho superior dessas empresas são fatores que melhoram a imagem da companhia.

Esta temática será a essência desta dissertação, que examinará a importância da GC sobre a rentabilidade das empresas em bolsa com o objetivo de elucidar o mérito da adoção de boas práticas de GC.

## **1.1 Justificativa**

Nos últimos anos, destacou-se a crescente necessidade de se ter um mercado de capitais mais amadurecido, capaz de reduzir conflitos de interesse que atingem desde os grandes acionistas até os empregados.

A fim de aperfeiçoar o desempenho das empresas e atendendo aos interesses dos diversos *stakeholders* (clientes, funcionários, fornecedores entre outros), surgem as práticas de GC.

De maneira geral, a GC compreende práticas e relacionamentos que buscam melhorar a qualidade das informações prestadas pelas empresas, objetivando aumentar o grau de segurança e transparência, oferecidas aos acionistas, para atingir retornos acima da média do mercado.

Esse tema adquiriu grande contemporaneidade, passou a ganhar destaque nas escolas de administração do país, seguindo uma tendência mundial. A relevância do

assunto ganhou destaque com a dinâmica do processo de integração dos mercados de capitais.

No Brasil aconteceu, na última década, uma série de mudanças no ambiente legal (Nova Lei das S.A. -2001), o ativismo de investidores e a geração de normas voluntárias de conduta, com impactos importantes na gestão das organizações.

Como decorrências da evolução desse ambiente de negócios, aumentam os espaços para discussão do tema da governança em congressos, seminários e revistas científicas nacionais e internacionais. O conceito de GC aplica-se a qualquer tipo de organização que busca modelos transparentes de gestão.

Esta dissertação se justifica por contribuir com o exame de uma relação (GC x rentabilidade) capaz de explicar o desempenho, o aumento de valor das empresas e maior demanda por seus títulos, e o crescimento da confiança nas companhias por parte dos investidores.

Estes motivos são fortes o suficiente para as empresas aderirem às normas reconhecidamente como de boa governança.

## **1.2 Problema de pesquisa**

Numa era caracterizada pela globalização da economia, o mercado de ações reflete o desempenho do ambiente econômico e político da nação e se materializa em índices de bolsa de valores.

Índices econômicos compreendem construções estatísticas, num período de tempo estabelecido, que permitem investigar o comportamento de determinados fenômenos. Os mais conhecidos são os índices de preços:

- a) Índice Geral de Preços (IGP);
- b) Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC);
- c) Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Os índices de bolsa de valores cumprem o importante papel de avaliar as tendências do mercado que representam. O principal deles é o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), que será objeto de estudo juntamente com o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC).

O Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato de retratar o comportamento dos principais papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), sendo que não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968 (Bovespa, 2008).

O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de GC. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado (NM) ou estar classificadas nos níveis 1 ou 2 da Bovespa (Bovespa, 2008).

A evolução destes índices mostra o crescimento dos ganhos do mercado como um todo. Para Hoffmann:

Os números-índices são proporções estatísticas, geralmente expressas em porcentagem, idealizadas para comparar as situações de um conjunto de variáveis em épocas ou localidades diversas (HOFFMANN 1991, p. 309).

Segundo Saporito:

O acompanhamento de preços com base em índices é uma técnica internacionalmente consagrada e o mercado de ações é um dos segmentos que lhe atribui maior importância. A exemplo de outros países, o mercado acionário brasileiro faz uso de alguns índices [...].(SAPORITO 1989, p. 188)

O problema de pesquisa aqui estudado refere-se a um exame comparativo do comportamento dos retornos, em termos de rentabilidade, das empresas que participam do IGC e do Ibovespa como um todo. Para orientar, então, todo o estudo será respondida a seguinte *pergunta de partida*: qual é a influência de boas práticas de GC sobre a rentabilidade das empresas em bolsa?

Outra questão a ser respondida será a seguinte: qual é a influência das macro variáveis (Selic e risco-país) na rentabilidade das empresas que compõem o Ibovespa como um todo e sobre o universo apenas das companhias que adotam a GC?

### **1.3 Objetivos**

#### **1.3.1 Objetivo geral**

Analisar a importância da GC sobre a rentabilidade das empresas em bolsa, com o objetivo de elucidar o mérito da adoção de boas práticas de GC, no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007.

#### **1.3.2 Objetivos específicos**

Os objetivos específicos são:

- a) verificar a existência ou não de diferença de rentabilidade entre as empresas participantes do Ibovespa e do IGC;
- b) verificar a influência das macro variáveis (Selic e risco-país) na rentabilidade das empresas que compõem o Ibovespa como um todo e sobre o universo apenas das companhias que adotam a GC, identificadas pelo IGC, no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007;
- c) verificar a influência das empresas que praticam GC sobre o valor do câmbio no período pesquisado.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Governança Corporativa e a Teoria da Agência

O movimento em torno da GC surgiu nos Estados Unidos, ainda em meados da década de 1980. No Brasil, o tema ainda é relativamente incipiente.

A prática da governança engloba os relacionamentos entre os acionistas, o Conselho de Administração, a Diretoria, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. O objetivo é aumentar o valor de mercado da companhia e trazer maior retorno para os acionistas. A boa governança pressupõe um melhor controle administrativo em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a companhia: investidores, empregados e credores.

A iniciativa vem sendo demandada principalmente pelo mercado e pelos acionistas, que buscam maior transparência na estratégia das empresas. Segundo a CVM:

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2008).

A teoria que trata as questões da governança teve origem nos anos 30 com os trabalhos de Berle e Means (1932), que abordaram o clássico problema da *Teoria da Agência*, motivados pelo surgimento de grandes corporações, onde havia a separação entre o controle e a gestão.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), o *conflito de agência* está na separação entre aqueles que fornecem os recursos para a empresa e aqueles que a gerenciam (separação de propriedade e controle). Este fato é fonte de assimetrias informacionais entre as partes, devido ao fato de que o administrador possui informações que o proprietário muitas vezes desconhece, configurando assim o

*conflito de agência*. Normalmente, os interesses entre eles são diferentes, abrindo espaço para ações oportunistas por parte daquele que administra.

De acordo com o IBGC (2008), as práticas de GC surgem para procurar superar esse *conflito de agência*, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial, em que o *principal*, titular da propriedade, delega ao *agente* o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí, surgem os chamados *conflitos de agência*, pois o interesse daquele que administra a propriedade nem sempre está alinhado com o de seu titular.

Para Lodi (2000), GC é o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores, auditores externos, minoritários e Conselhos Fiscais.

Jensen e Meckling (1976) definiram a *Teoria da Agência* como sendo um contrato, formal ou informal, entre uma ou mais pessoas, ou um ou mais agentes, no qual as pessoas atribuem aos agentes a missão de executar um serviço em seu nome, envolvendo a delegação de autoridade de tomada de decisão aos agentes.

É preciso saber como os controladores podem garantir que os gestores ajam de acordo com os seus interesses, de forma a utilizar os recursos da companhia de forma mais coerente e racional, garantindo assim o retorno dos investimentos.

Silveira (2002) e Toraiwa (2003) afirmam que o problema da agência ocorre quando os administradores tomam decisões com o objetivo de maximizar sua utilidade pessoal, e não a riqueza dos investidores, motivo pelo qual são contratados. Por isso, faz-se necessário estabelecer controles objetivando alinhar os interesses dos acionistas com o dos administradores.

Ocorre a proximidade do conceito de GC com a *Teoria da Agência*. Num primeiro momento, parece que tratam do mesmo assunto. Entretanto, existem detalhes que os diferenciam, por ser a governança objeto mais amplo de discussão, conforme se observa em Mello (2000), que utiliza o conceito de “governança empresarial” ou

“mecanismos econômicos e institucionais que garantem uma remuneração justa aos provedores de capital às empresas”.

Em qualquer situação em que o poder de decisão é transferido ou compartilhado, surge em maior ou menor grau uma assimetria informacional.

Seja em uma empresa privada ou pública, clube, associações, cooperativas, universidades, sempre existirá em maior ou menor grau conflitos de interesse derivados da delegação de algum tipo de poder. A minimização de assimetrias de informações e conflitos de interesses inerentes à delegação de poder é o desafio central das práticas de governança em qualquer tipo de organização.

### **2.1.1 Modelos de Governança Corporativa**

Os novos modelos de GC surgiram como mecanismos operacionais que buscaram reformular os processos decisórios das empresas, objetivando uma gestão estratégica mais eficiente. Para Borges e Serrão:

Este movimento cresceu em meados da década de 1980 nos EUA, e foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década (BORGES; SERRÃO, 2005, p.112).

Dois modelos clássicos de GC podem ser identificados: o anglo-saxão, que predomina nos Estados Unidos e na Inglaterra, e o nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa continental. De acordo com Borges e Serrão:

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores desenvolvidas, o que garante a liquidez dessas participações e diminui o risco dos acionistas. Isso implica menos necessidade de monitoramento direto, pois o mercado, por meio da variação do preço, sinaliza a aprovação ou não em relação aos administradores. Mas, por outro lado, o sistema exige um grau elevado de transparência e a divulgação periódica de informações, impondo-se controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas.

No modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e muitas participações acionárias são de longo prazo. Nesse sistema, em que a liquidez não é priorizada, os acionistas reduzem o risco, colhendo as informações necessárias às suas decisões perante as administrações (BORGES; SERRÃO, 2005, p.116).

Para Silveira:

O sistema nos EUA e no Reino Unido tem como princípio a forte proteção dos acionistas minoritários, tendo como âncora de apoio a atuação dos investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão, cujo ativismo tornou-se sinônimo do termo de governança corporativa no país (SILVEIRA, 2002, p. 19).

Há diferenças entre os modelos. No primeiro, é dada grande importância aos mercados financeiros organizados, especialmente as bolsas de valores. Estas, ao facilitarem a intermediação de valores mobiliários, contribuem para a pulverização do capital em forma de ações. Por gerarem liquidez para as ações quando o mercado é bem estruturado e forte, os investidores e as companhias têm no sistema possibilidade de espelhar, mediante o preço das ações, o desempenho das empresas de capital aberto.

No modelo nipo-germânico, existe a preocupação com os outros agentes (todos os grupos que são direta ou indiretamente impactados pelas ações da empresa devem ser contemplados, por exemplo, os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade). Para Lethbridge (1997) os dois modelos possuem objetivos distintos.

Enquanto o anglo-saxão prioriza a geração de valor para os investidores, com os gestores agindo em nome destes (*shareholders* – são os acionistas), o nipo-germânico considera um conjunto mais amplo de agentes e interesses (*stakeholders* – clientes, funcionários, fornecedores entre outros).

Silveira (2002) apresenta as características dos modelos de GC em vários países, como: Estados Unidos (EUA), Reino Unido, Alemanha, Japão e França.

No caso dos EUA, ressalta a diluição do capital, fator que acarreta a perda de força por parte dos acionistas em relação aos administradores; o Reino Unido (inserido no chamado modelo anglo-saxão) também possui esta característica.

Com relação à Alemanha, Silveira (2002) mostra as características do modelo nipo-germânico, adotado neste país, com “a busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*”, o subdesenvolvimento do mercado de ações alemão e o forte mercado de crédito, com participações dos bancos nas empresas, características descritas também por Lethbridge (1997).

No Japão, os conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas são características marcantes do modelo de governança, além da preocupação com os *stakeholders*.

Já o modelo francês possui o poder centralizado na figura do gestor, e forte presença estatal, fazendo com que ainda não se enquadre nos padrões da GC. A tendência, porém, é a inclusão e o aprimoramento dessas práticas devido à pressão internacional.

### **2.1.2 Sistemas de governança e a estrutura de controle de capital no Brasil**

Pound (2001) compara os sistemas de GC ideais e aqueles que fracassaram em momentos anteriores. Para isso, o autor explora os conceitos de empresa gerenciada e empresa governada.

Um dos pressupostos utilizados consiste no fato de que parte significativa dos fracassos ocorridos em empresas não deriva de desequilíbrios de poder, mas sim de decisões gerenciais falhas e não corrigidas a tempo. Segundo o autor, o papel do sistema de GC na empresa gerenciada se restringe a selecionar os gestores, avaliá-los e substituí-los em casos de fracasso.

Desse modo, muitas vezes os problemas referentes à gestão não são antecipados nem prevenidos. Nessa situação, os problemas são remediados somente quando se consegue promover substituições no corpo diretivo ou quando se opta por sua total destituição.

Nesse contexto, Pound (2001, p. 89) afirma que “O modelo da empresa gerenciada menospreza as fraquezas do comportamento humano e organizacional e permite que se prossiga nos erros até que se transformem em catástrofes”. Outra desvantagem desse tipo de organização consiste no fato de que a empresa gerenciada não valoriza as opiniões dos acionistas minoritários.

Já a empresa governada possui um Conselho de Administração proativo na avaliação de oportunidades e atento aos seus problemas emergentes. Nesse contexto, o conselho assume um papel de suma importância para a boa GC, constituindo-se o principal órgão da companhia no que tange às questões relacionadas à criação de valor.

A partir das boas práticas e do fortalecimento do conselho, a empresa governada tende a sanar os problemas antes que ocorra a eclosão de graves crises, ou seja, antes que os sintomas da má gestão passem a aparecer de forma evidente e capaz de gerar conseqüências catastróficas para a empresa. Além disso, nesse regime, os processos decisórios passam a ser mais pluralistas, tornando-se sempre fortalecidos pela participação dos acionistas da companhia.

No Brasil, a estrutura de controle do mercado de capitais é altamente concentrada e com características de sobreposição entre propriedade e gestão. Isto evidencia o conflito entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

A GC trata, fundamentalmente, a questão da falta de reconhecimento dos interesses e direitos dos acionistas minoritários e de como isso afeta o desempenho e a avaliação da empresa no mercado.

Silveira, ao analisar pesquisas sobre GC no Brasil, traça um modelo geral para as empresas brasileiras listadas na bolsa com as seguintes características:

Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto nível de utilização de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais); empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos grupos de investidores; não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários, que tendem a assumir um comportamento pouco ativo; alta sobreposição da propriedade e gestão; pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e

diretoria, principalmente em empresas familiares; escassez de conselheiros profissionais; baixa utilização de remuneração variável para os conselheiros; estrutura informal do Conselho de Administração, com ausência de comitês (SILVEIRA, 2002, p. 31).

Confirmando a análise de Silveira; Malieni Júnior nos diz que:

O modelo de governança brasileiro caracteriza-se pela concentração do controle das empresas nacionais nas mãos de famílias, grupos econômicos familiares, subsidiárias de empresas estrangeiras e do próprio Estado, que vem transferindo sua propriedade, desde o processo de privatização iniciado na década de 90, aos fundos de pensão locais, empresas e fundos de investimentos internacionais (MALIENI JÚNIOR, 2003, p. 58).

La Porta et al (1998) fizeram uma pesquisa analisando uma amostra de 49 países, entre eles o Brasil, e concluíram que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas. Diferentemente, nos países onde há uma maior proteção legal, existe uma grande dispersão de ações.

Outro estudo comprovou que os países que possuem ineficientes mecanismos de proteção legal aos acionistas, possuem um grande número de empresas sob controle familiar e estatal (LA PORTA et al, 1998).

De Paula (2003) define o conflito de interesses denominado expropriação, como o excessivo poder dos acionistas majoritários nas companhias. Esse choque de poder ocorre em razão da fraca legislação de proteção aos minoritários e da concentrada estrutura patrimonial. O conflito de interesses é um dos temas centrais da GC.

Estudos realizados por La Porta et al (1998) mostram a possibilidade da expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, principalmente em ambientes legais que proporcionam um menor grau de proteção aos mesmos.

Siffert Filho (1998) examinou as mudanças no controle societário das companhias brasileiras na década de 1990. O autor estudou as 100 maiores empresas não-financeiras e apontou um crescimento significativo do controle compartilhado por meio de acordos de acionistas. Houve, também, avanço significativo do controle por companhias estrangeiras e redução do controle familiar.

Siqueira (1998) analisou as causas e conseqüências da concentração da propriedade das empresas brasileiras de capital aberto com base em uma amostra de 278 firmas. O autor concluiu que o grau de concentração do controle acionário no Brasil sofreu influência da regulamentação do mercado, do tamanho da empresa e da estrutura de capital.

Leal; Carvalho e Valadares (2002); Procianoy (1994); Procianoy e Comerlato (1994) avaliaram a estrutura de propriedade e controle de companhias de capital aberto no Brasil listadas na Bovespa. De forma geral, todos os autores concluíram que há forte concentração de controle e grande potencial para a expropriação dos acionistas minoritários.

Resumindo, a governança trata:

- a) o problema de agência;
- b) a transparência;
- c) a estrutura de capital.

### **2.1.3 Eficiência de mercado e os níveis de transparência das informações**

A eficiência de mercado e os níveis de transparência das informações tornaram-se um dos assuntos mais pesquisados em economia, passaram a fazer parte das principais premissas da moderna teoria de finanças, devido às implicações que a presença ou ausência de transparência acarretam ao mercado de capitais e a economia como um todo.

De acordo com Fama (1970), a eficiência de mercado está baseada no princípio de que os preços dos ativos (títulos ou ações) refletem completamente todas as informações relevantes e disponíveis no mercado.

Fama (1970) classifica a eficiência de mercado em três formas, exatamente de acordo com o tipo de informação rapidamente incorporada a este mercado: forma fraca (os preços dos ativos refletem apenas as informações contidas na série histórica de preços), semiforte (os preços refletem também as informações públicas disponíveis) e forte (os preços refletem todos os tipos de informações relevantes, tanto públicas quanto privadas).

Fishman e Hagerty (1989) criaram um modelo que relacionava a decisão de investimento em empresas e a eficiência do mercado de ações, demonstrando que quanto maior for o nível de transparência das informações de uma companhia, mais atrativa ela se tornará.

O nível de eficiência do mercado está diretamente relacionado com o nível de transparência das empresas, ou seja, se uma nova e relevante informação representada rapidamente nos preços, for divulgada para todos os participantes da bolsa, este mercado será considerado eficiente.

## **2.2 Novo Mercado**

O aperfeiçoamento do aparato legal da GC é fundamental para o crescimento do mercado de ações brasileiro. Nos últimos anos, tivemos a instituição do NM pela Bovespa que, inspirado em parte no *Neuer Markt* Alemão, criado em 1997, deu seqüência à criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, anunciado em dezembro de 2000 e constituiu um segmento especial de listagem de empresas dentro da Bovespa.

As adesões ao NM ou aos Níveis Diferenciados são feitas de forma voluntária e constituem contratos privados celebrados entre, de um lado, a Companhia, os Administradores e o Acionista Controlador e, de outro lado, a Bovespa, que discrimina deveres e penalidades por meio de regulamentos específicos para cada nível. A adesão é revogável, ou seja, é permitida a rescisão do Contrato de adesão aos Níveis Diferenciados ou ao NM.

A Bovespa criou o NM, cujas regras de GC são mais abrangentes em relação aos outros dois segmentos da listagem diferenciada (níveis 1 e 2), ou seja, o nível de exigência é crescente, a saber: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e NM. Há que se considerar, entretanto, as diferenças entre as iniciativas: Novo Mercado, *Nuovo Mercato* (Itália), *Nouveau Marché* (França), *TechMark* (Inglaterra), O NM brasileiro não restringe o setor ou o porte das firmas, já os demais países buscam atrair empresas de setores de alta tecnologia.

Segundo a Bovespa:

O Novo Mercado é um segmento destinado à negociação de ações de empresas que se comprometerem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (Bovespa, 2008).

A adesão aos Níveis Diferenciados é voluntária, e efetuada pelas companhias que desejam seguir este esforço adicional em relação ao que à legislação impõe.

Este esforço adicional procura passar à população diretamente interessada (investidores, consumidores, funcionários, etc.) uma imagem positiva. Como consequência, a empresa obtém ganhos em termos de liquidez das ações e maior facilidade na obtenção de recursos a custos mais baixos, em relação às empresas não listadas.

Para Ribeiro Neto e Famá (2001, p. 79), o NM busca “garantir um ambiente mais confiável para a negociação de ações”.

Para uma empresa entrar no NM, precisa obedecer às seguintes condições mínimas:

- a) que obtenha e mantenha atualizado junto à CVM o registro de companhia para negociação em bolsa;
- b) que tenha solicitado o seu registro para negociação na Bovespa;
- c) que tenha assinado o contrato de participação no NM;
- d) que tenha adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela Bovespa;
- e) que mantenha um percentual mínimo de ações em circulação;

- f) que tenha seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias;
- g) que não tenha partes beneficiárias em circulação;
- h) que observe as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao NM (Bovespa, 2008).

Desconsiderando as questões burocráticas, como os registros e contratos, fica clara a necessidade de se ter um número mínimo de ações em circulação. Tal fato mostra que este segmento objetiva dar liquidez às ações, o que fortalece o mercado de capitais.

Outro item importante é a proibição de emissão de ações preferenciais. A Bovespa considera esta questão como a principal inovação do NM, com isto todos os acionistas possuem direito a voto. Entretanto, cita também:

- a) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- b) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- c) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- d) estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- e) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do International Accounting Standards Board (IASB) ou pelo Financial Accounting Standards Board (US GAAP);
- f) introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- g) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no NM;
- h) cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa (Bovespa, 2008).

Em relação aos tópicos acima, fica evidente que além da busca pela dispersão do capital e aumento da liquidez, a introdução de meios que permitem melhorar a comunicação com os investidores, valorizando a transparência da empresa. É condição importante também disponibilizar balanços segundo normas internacionalmente reconhecidas.

Espera-se, nesse segmento, ganhar a confiança de investidores estrangeiros e mesmo dos acionistas domésticos que podem reconhecer essas empresas como de menor risco, preferindo-as em suas carteiras.

### **2.2.1 Companhias Nível 1**

As empresas do N1 se comprometem com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a pulverização acionária e têm como principais características:

- a) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- b) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- c) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- d) *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- e) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- f) divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options* (1) (Bovespa, 2008).

---

(1) A empresa concede ao funcionário o direito às ações com preço definido e prazo determinado de carência (*vesting*) para a compra.

### 2.2.2 Companhias Nível 2

Além do compromisso estabelecido pelo N1 (pulverização acionária e transparência de informações), as empresas listadas no N2 também possuem regras que equilibram os direitos entre controladores e minoritários, sendo que as principais características segundo a Bovespa (2008), são:

- a) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- b) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IASB;
- c) 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;
- d) 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;
- e) 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;
- f) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

De fato, o N2 possui a mesma quantidade de exigências do NM, apesar de permitir a existência de ações preferenciais no capital social da empresa. As empresas, ao aderirem ao N2 ou ao NM, se obrigam a submeter todos os conflitos societários à *Câmara de Arbitragem do Mercado* (instituída pela Bovespa em 2001), que tem como objetivo agilizar as soluções, substituindo, nesses casos, a morosa e burocrática justiça comum.

Formada por um grupo de árbitros especializados em matérias societárias e que prestam atendimento exclusivo, a Câmara de Arbitragem tende a proporcionar às empresas, economia de tempo e de recursos.

Segundo a Bovespa (2008), o fato das empresas entrarem para as listagens de Níveis Diferenciados ou para o NM trará benefícios a si mesmas, aos investidores, ao mercado acionário e ao Brasil. Essas empresas melhoram a sua imagem institucional, aumentam a demanda por suas ações, valorizando-as, e reduzem os seus custos de capital.

### **2.3 Movimentos recentes**

Diversos fatores contribuíram para que as discussões sobre GC no Brasil se acirrassem a partir de meados dos anos 90. Dentre eles destacam-se: o crescimento do mercado de investidores institucionais, privatizações do governo Fernando Henrique Cardoso, identificação por parte do Banco Central (Bacen) de irregularidades contábeis em bancos privados, aumento da competitividade em decorrência da estabilidade econômica e da abertura de mercado e, principalmente, aumento da dificuldade de obtenção de financiamento estatal.

Para Borges e Serrão:

As transformações estruturais ocorridas nos anos 1990 – abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – produziram importantes reflexos entre as principais empresas. Com isso, puderam-se perceber a ampliação do poder dos conselhos; a presença de um forte mercado de investidores institucionais; os litígios que ajudaram a fazer progredir os controles e a legislação; e o questionamento sobre os pareceres das auditorias independentes nos casos dos bancos sob intervenção (entre eles o Banco Nacional, o Banco Econômico e o Banco Noroeste) (BORGES; SERRÃO, 2005, p. 121).

Para Rogers e Martins:

As privatizações podem ser consideradas um importante instrumento para o aumento da relevância da governança corporativa em volta do mundo. A privatização favorece o setor privado à medida que promove mudanças institucionais e estruturais no mercado, levando a uma redefinição das condições concorrenciais. Ao mesmo tempo, surge a partir das empresas privatizadas a questão de como serão exercidos o controle e o financiamento das mesmas (ROGERS; MARTINS, 2004, p. 132).

No mesmo período, os investidores institucionais (principalmente os fundos de pensão) intensificaram sua participação nos conselhos de administração e adquiriram participação significativa em empresas como a Perdigão, Usiminas, Acesita e Vale do Rio Doce.

O próprio modelo de privatização influenciou o papel dos investidores institucionais no mercado, principalmente pela formação de consórcios que popularizou um modelo de controle compartilhado. Nesses consórcios, os membros compartilham assentos nos conselhos de administração. E essa maior participação dos investidores institucionais deixou de ser passiva para ser mais atuante, e passou a demandar melhores padrões de GC.

.Lustosa e Leal (2004) enfatizam a importância da mudança no cenário regulatório e legal do mercado de capitais no Brasil, com a implementação de medidas como a criação do NM pela Bovespa, do IBGC, juntamente com o código das melhores práticas de GC, o IGC, a nova Lei das S.A. e a regulamentação dos fundos de pensão pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), que regulamentou as políticas de investimentos, exigindo mais divulgação de informações pelos fundos de pensão.

O IBGC, sociedade civil sem fins lucrativos, foi fundado em novembro de 1995 com a denominação de Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração (IBCA). A mudança na denominação ocorreu em 1999, tendo em vista o alargamento no foco de suas preocupações. Inicialmente, a instituição se preocupava apenas com questões relacionadas a Conselhos de Administração; a partir de 1999, o foco passou a abranger também questões relacionadas à Propriedade, Diretoria, Conselho Fiscal e Auditoria Independente. A Instituição foi criada com o propósito de cooperar com o aprimoramento do padrão de governança das empresas, fornecendo as diretrizes das boas práticas de GC.

Para Lodi (2000, p. 40), “O novo Instituto, sem fins lucrativos, é uma entidade dedicada ao aperfeiçoamento dos conselhos de administração, feito nos moldes dos modelos inglês, sueco e americano”.

A Bovespa, em julho de 2001, começou a divulgar o IGC, cujo objetivo foi medir o desempenho de carteiras compostas por ações de empresas listadas nos Níveis Diferenciados ou no NM (Bovespa, 2008).

A reforma da lei das S.A., formalizada pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, teve como objetivo básico tornar o mercado de capitais acessível ao pequeno investidor e assim diminuir a concentração acionária. Esta lei buscava alterações legais que proporcionassem aos acionistas minoritários uma redução de riscos de investimentos e uma efetiva participação no controle da companhia.

As mudanças implementadas por esta lei, associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores (Bovespa, CVM, BACEN) representaram um marco fundamental no avanço da governança no Brasil e no mercado de capitais.

Dentre as principais modificações realizadas destacam-se:

- a) alteração na proporção máxima entre ações ordinárias e ações preferenciais, que passa de 33% para 50% para as empresas constituídas após a lei;
- b) permissão para que, em determinados casos, os minoritários possam eleger e destituir algum membro do Conselho de Administração (representantes dos acionistas);
- c) explicitação das regras de atuação do Conselheiro Fiscal, melhoria no processo de divulgação de informações para assembléias, alargamento do seu prazo de divulgação;
- d) estabelecimento de regras mais rígidas para aquisições ou fechamentos de capital através da exigência de ofertas públicas de aquisição por parte do adquirente;
- e) permissão para que estatutos indiquem utilização de câmaras de arbitragem para a resolução de conflitos internos nas empresas.

Apesar de incorporar algumas das práticas recomendadas, além de contribuir para uma ampliação do debate das questões relativas à GC no Brasil, Silveira diz que a reforma da Lei das S.A. apresenta lacunas:

A Nova Lei das S.As trouxe alguns avanços na defesa dos acionistas minoritários, mas não pode ser considerada uma legislação que causará o fomento do mercado de capitais brasileiro, principalmente após frustrar boa parte do mercado com o veto de 10 artigos e 27 parágrafos da data de sua aprovação (SILVEIRA, 2002, p.36).

Esta foi a inspiração para a CVM desenvolver uma cartilha (em junho de 2002) com o objetivo de orientar as questões que podem influenciar significativamente a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários.

Como exemplo de padrão de conduta, foi incluída na cartilha, a proteção aos acionistas minoritários com a utilização de suas regulamentações superiores às exigidas por lei, sendo facultativo o seu cumprimento.

A Cartilha da CVM divide-se em:

- a) assembléias, estrutura acionária e grupo de controle;
- b) estrutura e responsabilidades do Conselho de Administração;
- c) proteção a acionistas minoritários;
- d) auditoria e demonstrações financeiras.

A CVM, criada em 1976 pela Lei nº 6.385, é o órgão responsável por assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, promover o acesso do público às informações sobre valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido e regulamentar as matérias expressas na Lei nº 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas, dentre outras competências.

No âmbito da GC, a CVM busca, mediante suas normas, proporcionar um equilíbrio maior entre controladores e acionistas.

Neste contexto, a GC se apresenta como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência aos agentes envolvidos (acionistas, fornecedores, gestores, clientes, funcionários e outros) com a empresa.

As *boas práticas* se relacionam com a minimização da assimetria de informação entre a empresa e os acionistas, credores, fornecedores e funcionários.

## 2.4 Índices da Bovespa e a carteira de ações

No mundo das corporações, mecanismos de gestão se aperfeiçoam cada vez mais à medida que os capitais se pulverizam. Várias ferramentas buscam proteger os investidores contra a perda de valor de seus patrimônios, entre eles estão os índices de bolsa de valores.

Os índices de bolsas são instrumentos amplamente utilizados para acompanhar a evolução de preços no mercado acionário. Representam o comportamento de uma carteira de ações na qual estão representados os ativos dos principais empreendimentos da economia nacional.

Os números índices são fundamentais para o mercado de ações, pois ao mesmo tempo em que medem as expectativas dos investidores em relação ao desempenho da economia, permitem aos mesmos acompanhar o desempenho de suas carteiras em tempo real.

De acordo com as flutuações dos preços das ações componentes da carteira teórica, as variações verificadas no índice podem ser observadas no mesmo instante, fornecendo aos seus usuários uma noção das flutuações das cotações, ou seja, refletindo as tendências presentes no mercado acionário.

As ações que constituem a carteira teórica do índice são substituíveis na medida em que suas respectivas empresas lançadoras forem sendo deslocadas à margem dos interesses dos acionistas, permitindo que o índice continue espelhando fielmente as tendências do mercado.

Quadrimestralmente, nos períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro, é feita uma reavaliação do mercado, sempre com base nos 12 últimos meses, onde se identificam as alterações na participação relativa de cada ação. Logo após, monta-se uma nova carteira, atribuindo-se a cada ação um novo peso, segundo a distribuição de mercado apurada pelo estudo de reavaliação.

#### **2.4.1 Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa)**

O Ibovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações. Foi lançado em 02 de janeiro de 1968 e, até a presente data, não sofreu nenhuma mudança em sua metodologia de cálculo ou critérios de seleção das ações que compõem sua carteira teórica.

Neste período, tendo seu início de cálculo com base 100, sofreu diversos cortes de zeros, sem prejuízo à sua metodologia de cálculo, realizados unicamente com o objetivo de reduzir o seu número de dígitos altamente elevado durante o processo inflacionário.

A finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se da real configuração das negociações a vista (lote-padrão) (2) na Bovespa (Bovespa, 2008).

Por sua tradição e por retratar o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa, o Ibovespa reveste-se da condição de ser o mais representativo indicador do mercado acionário brasileiro.

A carteira teórica do Ibovespa tem vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro.

A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado à vista, em termos de número de negócios e volume financeiro, ajustada ao tamanho da amostra.

---

(2) Lote-padrão representa uma quantidade padronizada de ativos financeiros, a fim de arredondar as quantias de papéis negociados. O preço de uma ação pode variar de R\$0,01 até pouco mais de R \$1.000,00, sendo negociada em lotes de 1, 10, 100 ou 1.000 ações. Cada ação obedece algum destes quatro padrões.

Essa representatividade é obtida pelo índice de negociabilidade da ação, calculado pela seguinte fórmula:

$$IN = \sqrt{\frac{ni}{N} * \frac{vi}{V}}$$

Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) (2008)

Sendo:

- a) **IN** = índice de negociabilidade;
- b) **ni** = número de negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão);
- c) **N** = número total de negócios no mercado à vista da Bovespa (lote-padrão);
- d) **vi** = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão);
- e) **V** = volume financeiro total do mercado à vista da Bovespa (lote-padrão).

A carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações da Bovespa que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:

- a) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- c) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

O Ibovespa é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica.

A quantidade teórica de cada ação é resultante da divisão de sua parcela na composição do índice (peso) pelo seu preço de fechamento no último dia do quadrimestre anterior.

O Ibovespa pode ser apurado, a qualquer momento, por meio da seguinte fórmula:

$$Ibovespa = \sum_{t=1}^n P_t * Q_t$$

Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

Sendo:

- a)  $Ibovespa_t$  = Índice Bovespa no instante "t";
- b)  $n$  = Número total de ações componentes da carteira teórica;
- c)  $P_t^i$  = Último preço da ação "i" no instante "t";
- d)  $Q_t^i$  = Quantidade teórica da ação "i" na carteira no instante "t".

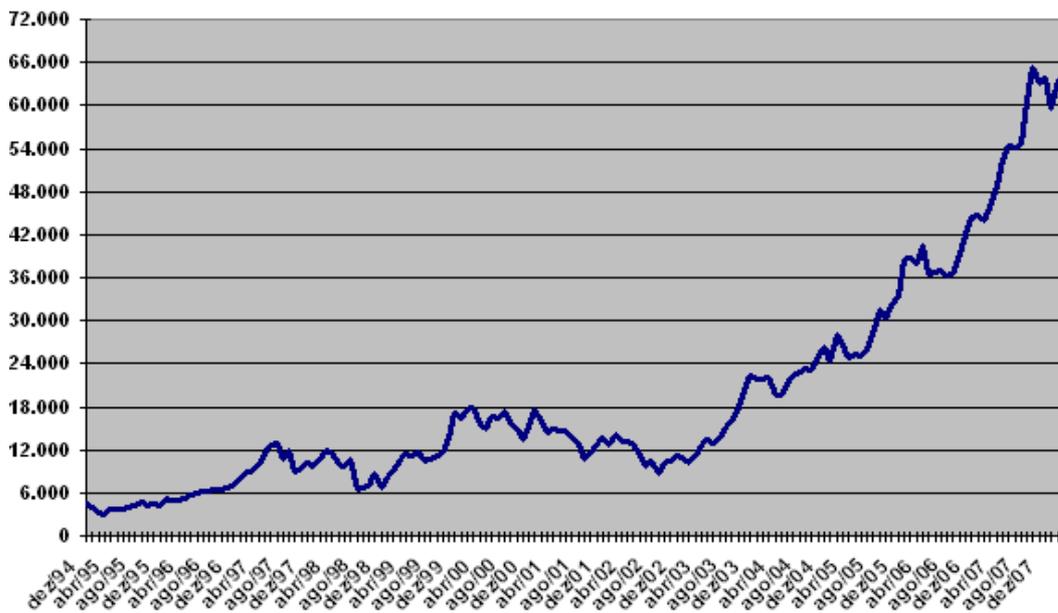


Gráfico 1: Evolução mensal do Ibovespa  
Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

O GRAF.1 apresenta a evolução do Ibovespa com ligeiras oscilações entre o período de dezembro de 1994 a dezembro de 2007. A queda maior ocorreu entre meados de 1998 e o início de 1999 com as crises russa e cambial no Brasil.

Também houve uma queda brusca do índice, no final de 2002, em decorrência do ambiente pré-eleitoral. Os mesmos investidores, que fizeram com que esse

indicador da Bovespa caísse em 2002, impulsionaram o índice de forma expressiva de 2003 a 2007 devido à confiança adquirida no atual Governo.

De acordo com a TAB.1, o Ibovespa sofreu uma queda de 17% de 2001 a 2002, sendo que entre 2003 e 2007 os preços das ações componentes da carteira cresceram a uma taxa média de 30,2% ao ano (3).

Tabela 1 - Taxa média de crescimento do Ibovespa de 2001 a 2008

Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Ibovespa Anual
2001	-11,0								13.577,50
2002	-14,1	-17,0							11.268,40
2003	13,4	28,0	97,3						22.236,30
2004	14,5	24,5	52,5	17,8					26.196,25
2005	17,0	25,3	43,7	22,7	27,7				33.455,94
2006	19,5	26,8	40,9	26,0	30,3	32,9			44.473,71
2007	22,7	29,4	41,5	30,2	34,6	38,2	43,6		63.886,10
2008	19,9	25,1	33,9	23,9	25,5	24,8	20,9	1,8	65.017,58

Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

Em dezembro de 2007, o Ibovespa atingiu 63.886 pontos no fechamento da bolsa, este dado mostra o valor da cotação de cada ativo de renda variável multiplicado por sua quantidade, o que representaria R\$63.886 em ações.

Para se obter a rentabilidade em termos percentuais da carteira, deve-se dividir o valor do índice de uma determinada data pelo valor do índice na data de referência passada, logo após, subtrai-se 1 (um) do resultado obtido nessa operação e multiplica-se o resultado por 100 (cem).

De acordo com a TAB.1 a rentabilidade do Ibovespa variou 43,65% entre o final de 2006 e 2007.

(3) A TAB. 1 apresenta as taxas anuais de crescimento do Ibovespa. A taxa de crescimento refere-se à taxa média de variação do índice composta anualmente, entre dois períodos.

#### **2.4.2 Índice de ações de governança corporativa diferenciada da Bovespa (IGC)**

O IGC é composto por uma carteira hipotética das ações listadas nos três segmentos: N1, N2 e NM, tendo seu início de cálculo em 25/06/2001, cujo valor foi estabelecido como 1000.

Todas as empresas listadas nestes três segmentos podem fazer parte deste índice, e somente elas, salvo se:

- a) possuírem liquidez muito estreita;
- b) entrarem em concordata ou falência;
- c) retirarem parcela significativa de ações de circulação.

Conforme sua metodologia de cálculo, trata-se de uma carteira ponderada pela multiplicação do valor de mercado das ações por um fator de governança (esse fator será igual a 2 para os papéis do NM; 1,5 para os papéis do N2; e 1 para os títulos do N1).

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações quadrimestrais. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

O IGC é calculado pela Bovespa, em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) até o momento do cálculo, em seu pregão, com as ações componentes de sua carteira (semelhante ao Ibovespa). A fórmula de cálculo do IGC encontrada no site da Bovespa é:

$$IGC = IGC_{t-1} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{t-1} * P_t}{\sum_{i=1}^n Q_{t-1} * P_{t-1}}$$

$$\sum_{t=1}^n Q_{t-1} * P_{t-1}$$

Sendo:

- a)  $IGC_t$  = valor do índice no dia “t”;
- b)  $IGC_{t-1}$  = valor do índice no dia “t -1”;
- c)  $n$  = número de ações integrantes da carteira teórica do índice;
- d)  $Q_{t-1}^i$  = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia “t -1”;
- e)  $P_t^i$  = preço da ação i no fechamento do dia t;
- f)  $P_{t-1}^i$  = preço de fechamento da ação i no dia t – 1.

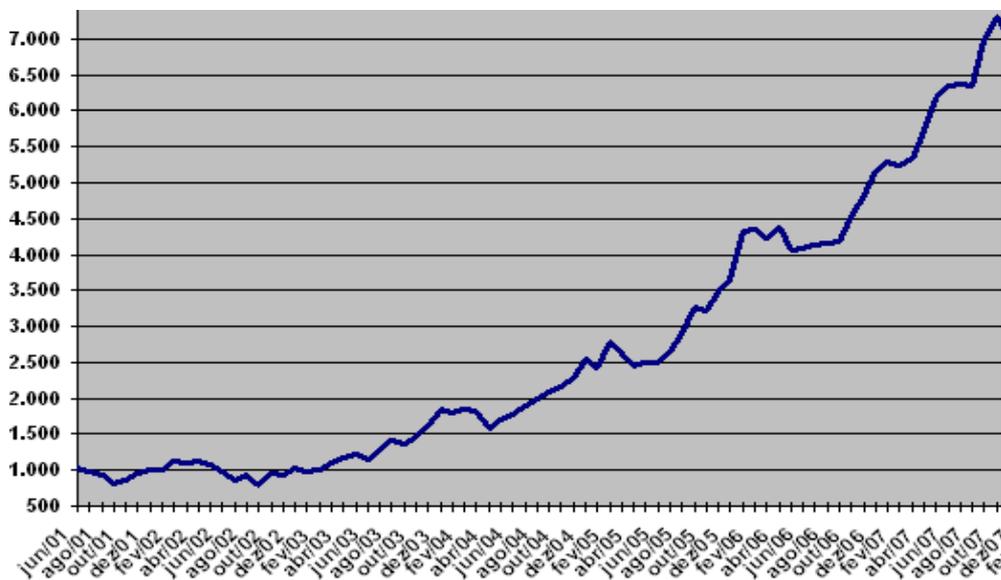


Gráfico 2: Evolução mensal do IGC  
Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

O GRAF. 2 mostra a evolução do IGC num crescimento contínuo, com pequenas quedas de junho de 2001 a dezembro de 2007.

De acordo com a TAB. 2, em dezembro de 2007, no fechamento da bolsa, o IGC atingiu 6.800 pontos, o maior valor do índice desde a sua criação em 25/06/2001 (o cálculo teve início com base 1000). A rentabilidade do IGC variou 31,5% entre o final de 2006 e 2007.

Tabela 2 – Taxa média de crescimento do IGC de junho de 2001 a agosto de 2008

Ano	2001	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	IGC Anual
2001									1.000,00
2001	<b>1,1</b>								1.010,98
2002	1,3	<b>1,6</b>							1.026,90
2003	22,7	35,1	<b>79,7</b>						1.845,41
2004	26,3	36,0	57,4	<b>37,9</b>					2.545,00
2005	29,6	37,9	52,7	40,8	<b>43,8</b>				3.658,81
2006	31,5	38,6	49,8	41,0	42,5	<b>41,3</b>			5.169,65
<b>2007</b>	31,5	37,4	45,9	38,6	38,8	36,3	<b>31,5</b>		<b>6.800,59</b>
2008	25,0	28,9	34,1	26,5	23,8	17,8	7,5	<b>-12,1</b>	5.978,48

Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

## 2.5 Mercado de capitais e a relação entre a taxa de juros, o risco-país, o câmbio e o preço das ações

O mercado de ações brasileiro tem apresentado um substancial crescimento, seja por meio da alta dos preços ou pela abertura do capital de novas empresas.

Segundo Vieira Neto e Felix (2002), os níveis de investimento possuem uma relação causal direta com o mercado financeiro e, principalmente, com o mercado de capitais.

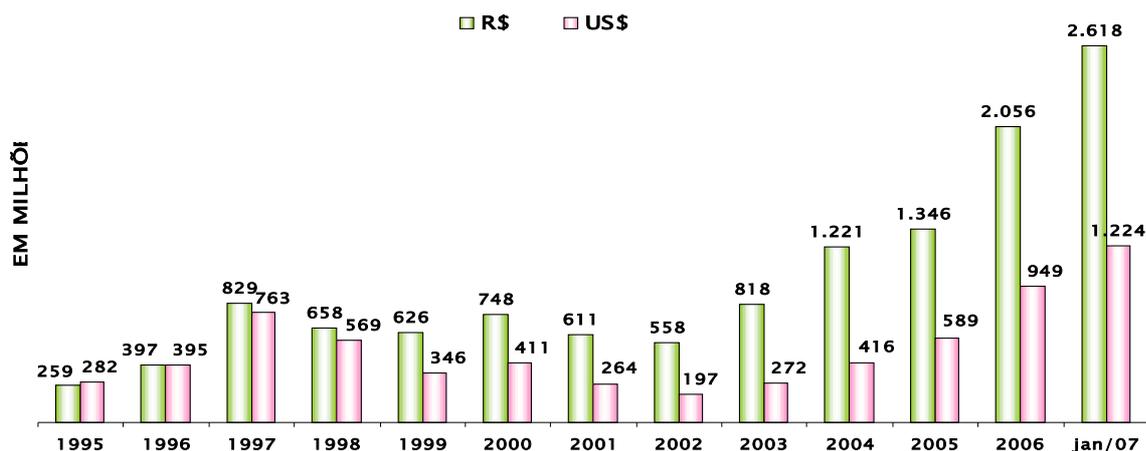


Gráfico 3: Volume médio diário negociado  
Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) (2007)

O GRAF. 3 mostra o aumento do volume médio de ações negociadas na Bovespa, indicando que o mercado está se tornando cada vez mais atraente e acessível para os investidores estrangeiros que buscam diversificar seus *portfolios*, e assim, maximizar seus retornos ou minimizar seus riscos.

Essa expansão do mercado brasileiro de ações nacional e estrangeiro, nos últimos anos, e a atração que ele tem exercido sobre o capital tanto nacional como estrangeiro, se justifica, sem dúvida, um esforço direcionado para o exame das causas desse crescimento.

Nessa dissertação, com base no que preconiza a teoria econômica, serão examinadas as influências das macro variáveis, taxa básica de juros Selic e risco-país e adicionalmente, a relação entre o IGC, o Ibovespa e o câmbio.

### **2.5.1 Taxa de juros Selic**

O crescimento do mercado brasileiro de ações foi possível, devido aos vários fatores citados, inclusive, à queda da taxa básica de juros denominada Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic).

O sucesso da política de metas inflacionárias possibilitou ao Bacen testar taxas de juros cada vez mais baixas.

Essa mudança beneficiou o mercado de ações por duas vias: a do incentivo ao crescimento econômico brasileiro e a da redução do custo de oportunidade, que estimulou a migração de investimentos em renda fixa (fundos de investimento, títulos públicos do governo) para a renda variável como, por exemplo, as ações.

O GRÁF. 4 apresenta uma queda acentuada da taxa Selic a partir da criação do Plano Real, em julho de 1994 até os dias atuais.

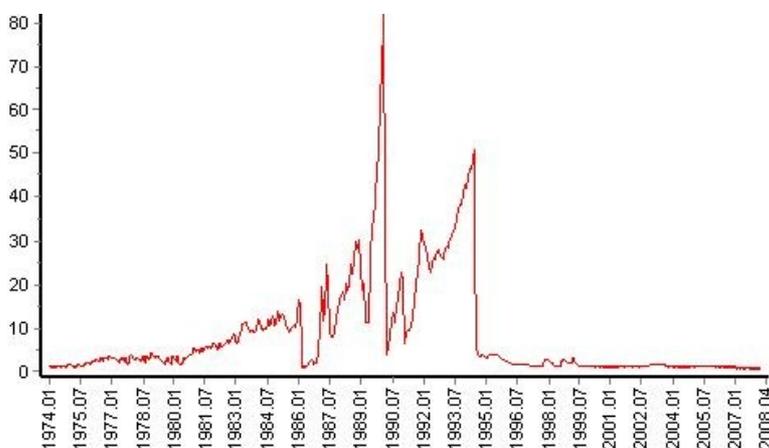


Gráfico 4: Taxa Selic de 1974 a 2008  
Fonte: Instituto de Pesquisa Aplicada (Ipeadata) (2008)

O desempenho positivo do mercado de capitais nestes últimos anos incentivou o aumento da entrada de divisas, e esse fenômeno vem ao encontro do que afirmaram Bekaert; Garcia e Harvey (1995), que a difusão dos mecanismos financeiros permite uma redução nos custos do capital, além de facilitar a captação de recursos no exterior.

Há, portanto, por parte dos investidores do mercado de ações, a necessidade de conhecer como a bolsa de valores do Brasil responde às mudanças das variáveis macroeconômicas.

Na análise macroeconômica, a bolsa de valores deve refletir o desempenho da economia na qual ela está inserida. Se a economia vai bem, as empresas têm a possibilidade de obter bom desempenho e, conseqüentemente, suas ações subirão, provocando uma alta da bolsa. Portanto, a capacidade de prevê-la pode traduzir-se em grandes oportunidades de ganhos nos investimentos em ações.

Para Chaves e Rocha:

O objetivo da análise econômica, além de fornecer subsídios para a análise de ativos, é antecipar possíveis movimentos da economia do país antes que essa informação se torne um consenso para o mercado, ou seja, a análise

deve possibilitar ao analista se antecipar ao restante do mercado na realização de operações (CHAVES; ROCHA, 2004, p.4)

A taxa de juros Selic é definida na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), e apresenta-se como um dos principais instrumentos de política monetária.

Minella (2003) observou, empiricamente, os efeitos da política monetária no Brasil. Ele concluiu que, para três períodos da economia brasileira, inflação de 1975 a 1985; hiperinflação de 1985 a 1994 e estabilidade de 1994 a 2000, a ocorrência de choques positivos de juros resultou em diminuição do produto e da lucratividade das empresas.

A bolsa capta tal processo mediante a queda do valor das ações das corporações, e a consequência final é a desvalorização da bolsa. Segundo Pinheiro:

Esta taxa de juros tem um papel estratégico nas decisões dos mais variados agentes econômicos, afetando diretamente os custos financeiros das empresas e as expectativas de investimento da economia, porque se as taxas de juros caem, os investidores vão à bolsa buscando maior rentabilidade; a demanda de ações sobe e com ela os preços das ações (PINHEIRO, 2005, p.230).

Nunes afirma que:

Uma redução na taxa de juros torna os títulos do governo menos atrativos se comparados às ações, o que resulta num aumento da demanda pelas ações que são ofertadas a esse preço. Dessa forma, uma elevação dos preços das ações reduz os custos de capital, elevando os níveis de investimento e de produção (NUNES, 2003, p. 103).

O estudo destes autores mostra que o aumento da taxa Selic, tem relação com o mercado de capitais por meio de duas vias:

- a) a taxa de juros Selic é a base sobre a qual se constroem as taxas de juros de todo o mercado de renda fixa nacional; observa-se então que aumentos sucessivos na taxa Selic encarecem os financiamentos de projetos de investimento, bem como o consumo de produtos; este fator reduz a demanda das empresas, a produção, o consumo e a lucratividade;
- b) um aumento da taxa Selic torna os títulos públicos federais mais competitivos em relação às ações, pois são papéis que proporcionam maior segurança ao investidor por serem de renda fixa; assim, um aumento na taxa Selic poderá alterar o *portfolio* do investidor com a

compra de menos ações e uma demanda maior por títulos da dívida pública.

### **2.5.2 Risco-país**

Para o investidor nacional ou estrangeiro, monitorar os riscos internos e externos que podem atingir um país é de fundamental importância para seus negócios.

Para medir a desconfiança do investidor sobre a capacidade de pagamento do país, ou seja, o risco-país, utiliza-se o *Emerging Market bonds Index Plus* - Índice de Títulos da Dívida de Mercados Emergentes (EMBI +) criado em 1992 pelo banco americano JP Morgan.

Este indicador representa o principal índice de risco-país utilizado por investidores internacionais na avaliação dos preços dos títulos de países emergentes (4) que tenham significativa emissão de títulos no mercado internacional, ou seja, este índice mensura o excedente que se paga em relação à rentabilidade garantida pelos títulos do governo norte-americano.

Quanto mais alto for este índice, maior será a possibilidade do país emergente vir a dar um calote na dívida. Para que os investidores não se afastem, os países passam a oferecer um prêmio pelo risco, ou seja, juros mais altos com o objetivo de convencê-los a comprar seus títulos.

O risco-país é medido pelo número de pontos percentuais de juros que determinado governo tem de pagar a mais que os EUA (considerado de risco zero) para conseguir empréstimos no exterior, ou seja, para cada 100 pontos expressos pelo risco-país, os títulos do Brasil pagam uma sobretaxa de 1% sobre os papéis dos EUA.

(4) Colômbia, Rússia, Turquia, Ucrânia, Filipinas, Malásia, Coréia do Sul, Qatar, África do Sul, Marrocos e Egito, Argentina, Brasil, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, Rússia, Bulgária, Equador e Venezuela.

O risco é determinado de acordo com os vários indicadores econômicos, financeiros e políticos do país, tais como, déficit fiscal, crescimento da economia, solidez das instituições, probabilidade de inadimplência do governo, sensibilidade à taxa de juros das economias centrais, etc.

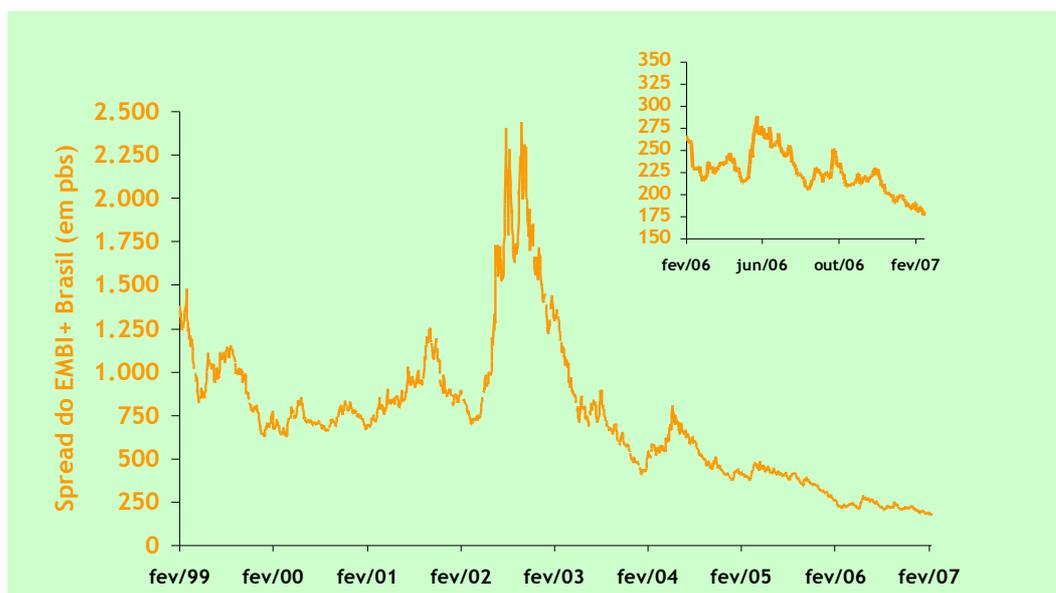


Gráfico 5: Risco-país no menor nível histórico

Fonte: [www.planejamento.gov.br](http://www.planejamento.gov.br) (2008).

O gráfico 5, mostra o risco-Brasil no menor nível histórico (02/1999 a 02/2007) com uma queda acentuada entre setembro de 2002 a fevereiro de 2007. Em maio de 2004, os mercados emergentes viveram momentos pessimistas com a previsão de alta dos juros nos EUA e com as tensões geopolíticas (guerra no Iraque e atos terroristas).

Naquela época, especulava-se que uma elevação das taxas de juros americanos provocasse uma fuga de capital dos países emergentes com a realocação de recursos dos grandes investidores para os títulos do Tesouro americano.

Após a decisão do Fed (Federal Reserve), Banco Central americano, no final de junho de 2004, a especulação perdeu força, e o índice caiu novamente, quando o

diretor do Fed dos EUA declarou que o processo de alta dos juros ocorreria em ritmo gradual e que a inflação estava controlada.

Em função do exposto, é também fundamental, como se fará nesta dissertação, proceder a um exame da influência do risco-país sobre a rentabilidade das empresas que compõem o Ibovespa como um todo e sobre o universo apenas das companhias que adotam a GC, identificada pelo IGC.

### **2.5.3 Taxa de câmbio**

A taxa de câmbio é um dos indicadores mais importantes de uma economia, pois intermedeia as relações financeiras e comerciais de um país com o resto do mundo.

Segundo Pinheiro:

A taxa de câmbio é o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira, e nos permite calcular a relação de troca, ou seja, o preço relativo entre diferentes moedas. Ela influi diretamente no desempenho das bolsas de valores, uma vez que afetam toda a economia (PINHEIRO, 2005, p. 229).

Para os exportadores interessa uma taxa de câmbio alta para aumentar suas receitas em reais com as exportações em dólares, uma vez que o produto produzido no país fica mais barato para os estrangeiros, aumentando assim a demanda pelo produto nacional. Para os importadores, por outro lado, é interessante que o preço do dólar esteja baixo para que suas despesas fiquem menores.

Alguns estudiosos afirmam que o mercado de ações exerce influência sobre o valor do câmbio, ou seja, alegam que o retorno acionário impacta sobre a taxa de câmbio conforme mostram diversos estudos.

Granger; Huang e Yang (1998), utilizando o teste de Granger, testam o sentido de causalidade da taxa de câmbio e da rentabilidade das ações para nove países (5) pós-crise da Ásia, ou seja, a cotação das ações em alta atraiu mais investidor estrangeiro para esses países.

---

(5) Hong Kong, Indonésia, Japão, Coréia, Malásia, Filipinas, Singapura, Tailândia e Taiwan.

Ainda analisando a relação causal entre retornos de mercado e a taxa de câmbio, o estudo de Ajayi; Friedman e Mehdian (1998) se destaca. Estes pesquisadores empregaram a mesma metodologia utilizada por Darrat e Mukherjee (1986), o teste de causalidade de Granger (1969).

Há causalidade unidirecional no sentido de Granger, isto é, os retornos acionários atuam como causas da taxa de câmbio em todos os países desenvolvidos (6).

O sobrevôo teórico e o exame da literatura anteriormente desenvolvido servem de base para uma análise das relações existentes entre o câmbio e as cotações das ações constitutivas do Ibovespa e do Índice de GC. A idéia, neste caso, é tratar o preço das ações como variável explicativa e a taxa de câmbio como variável resposta.

---

(6) Canadá, a Inglaterra, o Japão, a Itália, a França e a Alemanha.

## **2.6 Hipóteses da pesquisa**

Nos últimos anos o mercado acionário brasileiro cresceu em termos de volume dos negócios. O aumento da atenção por parte dos investidores nacionais e estrangeiros no mercado de ações do Brasil, na busca de diversificação de *portfólios*, ficou muito evidente e a atração que ele tem exercido sobre o capital destes investidores se justifica, sem dúvida, num esforço direcionado para o exame das causas desse crescimento.

Nessa dissertação, com base no que preconiza a teoria econômica, serão examinadas as influências das macro variáveis, taxa básica de juros Selic e risco-país e adicionalmente, a relação entre o IGC, o Ibovespa e o câmbio.

Há, portanto, por parte dos investidores do mercado de ações, a necessidade de conhecer como a bolsa de valores do Brasil responde às mudanças das variáveis macroeconômicas.

Tendo por base o referencial teórico, e para alcançar os objetivos visados para uma solução do problema de pesquisa neste estudo, testam-se as seguintes hipóteses:

- a) H1: existe uma diferença sobre a rentabilidade das empresas que participam do Ibovespa como um todo e daquelas inseridas no IGC.
- b) H2: as macro variáveis Selic e risco-país exercem uma influência negativa e significativa sobre o Ibovespa como um todo;
- c) H3: as macro variáveis Selic e risco-país exercem uma influência negativa e significativa sobre a rentabilidade das empresas que adotam a GC;
- d) H4: as práticas de GC impactam sobre o câmbio.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

A metodologia de uma pesquisa é o instrumento pelo qual a investigação do problema proposto é viabilizada a fim de que os objetivos traçados sejam atingidos.

Portanto, a metodologia é um meio e não um fim em si mesma, o que não isenta o pesquisador de dar especial atenção a ela. Afinal, estratégias metodológicas sem consistência comprometem o rigor que deve haver em um trabalho científico, provocando vieses significativos e colocando sob suspeita as conclusões da pesquisa. É nesse cenário que o pesquisador elege a metodologia mais adequada.

#### **3.1 Levantamento de dados**

Nesta pesquisa foram utilizados os seguintes dados, coletados nos sites da Bovespa, do Ipeadata e do Portal Brasil:

- a) Ibovespa – média mensal do valor do Índice Bovespa, em reais, no período de 01.01.2005 a 31.12.2007 ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br));
- b) IGC - média mensal do valor do IGC, em reais, no período de 01.01.2005 a 31.12.2007 ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br));
- c) taxa Selic – fator mensal da taxa Selic, em termos percentuais, no período de 01.01.2005 a 31.12.2007 ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br));
- d) risco-país - média mensal do valor do risco-país no período de 01.01.2005 a 31.12.2007 ([www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net));
- e) taxa do dólar - média mensal do valor do câmbio (real/dólar) no período de 01.01.2005 a 31.12.2007 ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)).

#### **3.2 Tratamento dos dados**

Para permitir a aplicação do instrumental estatístico, foi necessário colocar ambos Ibovespa e o IGC em uma mesma base, uma vez que os dados originais, fornecidos pelo site da Bovespa, se encontram em bases distintas. O resultado da mudança de base se encontra no Apêndice E.

### **3.3 Abordagem**

Será utilizada a abordagem quantitativa, tendo em vista a necessidade de se trabalhar com variáveis numéricas.

### **3.4 Tipo de pesquisa**

Esta pesquisa é classificada como descritiva, explicativa e *ex post facto*.

[...] a pesquisa descritiva procura descobrir, com a precisão possível, a frequência com um fenômeno ocorre, sua relação e conexão, com os outros, sua natureza e características, correlacionando fatos ou fenômenos sem manipulá-lo. (CERVO; BERVIAN, 1996, p. 49).

Vieira (2002) e Malhotra (2001) concordam com tal afirmativa, destacando que a pesquisa descritiva objetiva conhecer e interpretar a realidade, por meio da observação, descrição, classificação e interpretação de fenômenos, sem nela interferir para modificá-la.

Complementando, Vieira (2002) destaca ainda que as pesquisas descritivas podem se interessar pelas relações entre variáveis. A pesquisa descritiva expõe as características de determinada população ou fenômeno, mas não tem o compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.

Segundo Vergara (2003) a pesquisa descritiva tem por objetivo conhecer e descrever os atores de um mercado específico bem como entender o seu comportamento para a formulação de estratégias.

Para Gil (2002) a pesquisa explicativa preocupa-se em identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. É o tipo que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas. Por isso, é o tipo mais complexo e delicado.

A pesquisa *ex post facto* refere-se a um fato ocorrido. Ela é aplicada quando o pesquisador não pode controlar ou manipular variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque as variáveis não são controláveis (VERGARA, 2003).

### **3.5 Unidade de análise**

Ações de empresas pertencentes ao Ibovespa e ao IGC no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007.

### **3.6 Modelos estatísticos utilizados**

As hipóteses propostas foram testadas nesta dissertação, utilizando, fundamentalmente, análise de regressão simples e múltipla, bem como o teste de *Student* para as observações emparelhadas.

Por meio da análise de regressão múltipla, foi estudada a relação entre a variável resposta (rentabilidade das empresas que compõem o Ibovespa, rentabilidade das empresas que compõem o IGC) e as variáveis explicativas Selic e risco-país.

Por meio da análise de regressão simples, foi estudada a relação entre a variável resposta câmbio, e o Índice de Governança Corporativa.

Por meio do teste de *Student* para observações emparelhadas, foi testado se os dados coletados continham evidência suficiente para a afirmação de existência de uma diferença estatisticamente significativa entre a rentabilidade das empresas que constituem o Ibovespa como um todo e aquelas que compõem exclusivamente o IGC.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta dissertação testou as hipóteses de influência das macro variáveis Selic e do risco-país sobre a rentabilidade das empresas que adotaram a GC e sobre o Ibovespa como um todo. Foi verificada também a influência das empresas que praticam GC sobre o valor do câmbio.

Para fazer estas análises foram utilizadas três abordagens distintas. Primeiramente, foi verificada a existência de diferença de rentabilidade entre as empresas participantes do Ibovespa e do IGC por meio das observações emparelhadas.

Posteriormente, foi observada a correlação entre os retornos do IGC e do Ibovespa e as variações conjuntas da Selic e do risco-país, no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007.

Por fim, foi observado o comportamento do câmbio, neste mesmo período, influenciado por empresas que adotaram a GC, por meio da correlação simples.

Para testar a hipótese 1, foi aplicado o teste de *Student* para observações emparelhadas, obtendo-se uma estatística do teste  $t = 9,61$ , o que remete à região crítica do teste, ou seja, os dados apresentam evidência a favor da hipótese testada, ou seja, a utilização da GC é um fator que provoca impacto sobre a rentabilidade das empresas.

A influência conjunta das macro-variáveis Selic e risco-país sobre o Ibovespa como um todo, é dada pela equação de regressão estimada  $Ibovespa = 82836,22 - 26407,58 * Selic - 43,39 * RP$  (apêndice B):

- 2
- a) o coeficiente de determinação  $R^2 = 0,7969$  mostra que 79,69% da variação total observada no Ibovespa, no período considerado, é explicada pela atuação conjunta da Selic e do risco-país;
- b) neste caso, o impacto relativo da Selic é superior ao do risco-país conforme se depreende do exame dos *coeficientes de regressão padronizados* ou *coeficientes beta* como são conhecidos  $-0,5591$  e  $-0,3691$  respectivamente.

Considerando-se ainda os p-valores (probabilidade de significância) respectivamente iguais a 0,00054 e 0,01631, confirmam a hipótese H2, segundo a qual as variáveis Selic e risco-país exercem uma influência estatisticamente significativa sobre o Ibovespa no período considerado.

Considerando-se o IGC que contempla apenas as empresas que utilizam a GC, obtém-se a equação de regressão estimada:  $IGC = 9723,02 - 2835,28 * Selic - 7,11 * risco-país$  (apêndice D).

2

Observando-se o coeficiente de determinação ( $R^2 = 0,8534$ ), conclui-se que 85,34% da variação observada no IGC é explicada pela atuação conjunta da Selic e do risco-país.

Quanto ao impacto relativo às duas macro variáveis sobre o IGC, ele mostra (pela análise dos *coeficientes de regressão padronizados* ou *coeficientes beta*) que ambas exercem impacto de mesma ordem de grandeza.

Como no caso anterior, a amostra contém evidência suficiente para corroborar a hipótese 3, segundo a qual as macro variáveis Selic e risco-país exercem uma influência negativa e estatisticamente significativa sobre a rentabilidade das empresas que compõem o IGC (p-valores respectivamente iguais a 0,000486 e 0,00045).

A hipótese 4, segundo a qual a GC tem influência sobre o câmbio, é também confirmada uma vez que o p-valor correspondente ao coeficiente angular da reta de regressão estimada ( $câmbio = 2,85 - 0,00015 * IGC$ ) é igual a  $1,29E -16$ .

A explicação reside no fato de que quanto maior a rentabilidade das ações que compõem o IGC, maior será a atração pelo investimento estrangeiro em bolsa o que, por seu turno, pressiona o câmbio para baixo.

## **5 CONCLUSÃO**

Diversos fatores contribuíram para que as discussões sobre a GC se acirrassem a partir de meados dos anos 90. Dentre eles destacam-se: o crescimento e a participação do mercado de investidores institucionais que deixou de ser passiva para ser mais atuante, as privatizações do governo Fernando Henrique Cardoso, a identificação, por parte do Bacen, de irregularidades contábeis em bancos privados, o aumento da dificuldade de obtenção de financiamento estatal, a regulamentação dos fundos de pensão pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), que regulamentou as políticas de investimentos, exigindo mais divulgação de informações pelos fundos de pensão e o aumento da competitividade em decorrência da estabilidade econômica e da abertura de mercado.

Segundo Neto & Felix (2002), os níveis de investimento possuem uma relação causal direta com o mercado financeiro e, principalmente, com o mercado de capitais. Para esses autores, o mercado de capitais é o meio mais eficiente para o desenvolvimento de economias “maduras”, e a sua importância vem aumentando significativamente.

Objetivando o crescimento e desenvolvimento do mercado acionário, o Brasil adotou algumas medidas importantes como a criação, pela Bovespa, dos Níveis Diferenciados e do Novo Mercado onde às empresas optam espontaneamente pela adoção da GC, ou seja, práticas e relacionamentos que procuram garantir a todos os acionistas da empresa um maior grau de segurança por meio da transparência, do tratamento igualitário, da prestação de contas do administrador àqueles que o elegeram, do compromisso de zelar pelos interesses da empresa, bem como os interesses da sociedade, incluindo desde questões ambientais até questões ligadas à função social da empresa.

A CVM (2008) afirma que as empresas com um sistema de governança que protege todos os seus investidores, tendem a ser mais valorizadas, levam os investidores a reconhecer que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. Retornos diferenciados positivos das ações e o desempenho superior dessas empresas são fatores que melhoram a imagem da companhia.

Outras iniciativas surgiram como: a nova lei das Sociedades Anônimas, a criação do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), juntamente com o “Código das Melhores práticas de Governança Corporativa”.

Essas mudanças implementadas, associadas a um conjunto de medidas anunciadas pelos órgãos reguladores (Bovespa, CVM, Bacen) representaram um marco fundamental no avanço da governança no Brasil e no mercado de capitais.

Neste estudo, por meio das observações emparelhadas, pôde-se confirmar a existência de diferença de rentabilidade entre as empresas participantes do Ibovespa e do IGC, ou seja, as empresas que adotaram as boas práticas da GC apresentaram retornos maiores em relação às outras.

Isto acontece porque a GC inibe as manipulações dos grupos controladores e proporciona aos investidores maior credibilidade com relação aos resultados da companhia. Este cenário motiva os acionistas a aplicarem na bolsa.

Neste estudo pôde-se notar, também, que as macro-variáveis Selic e risco-país exercem influência sobre o mercado de capitais. As expectativas dos investidores externos e a concorrência dos títulos públicos (renda fixa) são variáveis que afetam o desenvolvimento do mercado acionário, mesmo com a adoção da GC pelas empresas.

A GC contribuiu com práticas importantes para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas a vulnerabilidade externa, as crises políticas e econômicas produzem distorções que impedem o seu pleno desenvolvimento e nos coloca na dependência dos capitais especulativos.

O país precisa proporcionar ao investidor a tranquilidade necessária para se fazer um investimento mais seguro a longo prazo e a GC, hoje no Brasil, ainda não é capaz de criar uma completa segurança para as empresas e agentes que optam pelas “boas práticas”.

A GC é apenas uma peça importante inserida neste contexto econômico e político do país, necessitado de melhorias em sua estrutura para impulsionar o crescimento do mercado de ações.

### **5.1 Contribuições teóricas e gerenciais**

Ciente da necessidade de atrair um volume maior de recursos financeiros às companhias, a Bovespa deu um primeiro passo nesse sentido, instituindo os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (N1, N2 e o NM).

Este novo modelo de gestão adotado pelas empresas compete de forma diferenciada no mercado, uma vez que se constatou diferença de rentabilidade entre as ações de empresas que a utilizam e as que não adotam estas práticas.

Desse modo a dissertação contribui com um suporte empírico ao estudo das relações entre as macro-variáveis consideradas, bem como para evidenciar a importância da adoção da GC.

### **5.2 Limitações do estudo**

As relações estudadas entre as macro variáveis Selic, risco-país, Ibovespa e IGC, bem como o teste para verificação de diferença estatisticamente significativa entre a rentabilidade das empresas que adotam a GC e daquelas constitutivas do Ibovespa como um todo, foram analisadas sob determinada conjuntura (2005 a 2007).

As condições macroeconômicas podem, evidentemente, variar e impactar de modo diferente tais relações, sendo temerária uma generalização para períodos futuros, que poderão estar sob conjunturas bastante diferentes daquela que existia na época do estudo.

É importante, portanto, aplicar as metodologias, aqui utilizadas, para dados coletados em outros períodos, com o objetivo de verificar a robustez dos modelos utilizados.

## REFERÊNCIAS

AJAYI, R. A.; FRIEDMAN, J.; MEHDIAN, S. M. On the relationship between stock returns and exchange rates: test of Granger Causality. **Global Finance Journal**, v. 2, n. 9, 1998.

ANDREZO, Andréa Fernandes. **A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários**. 1º lugar no I Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/1monografia.asp>.> Acesso em: 18 mar. 2008.

BEKAERT, G; GARCIA, M.G.P.; HARVEY, C.R. **The role of capital markets in economic growth**. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1995. (texto para discussão nº 342)

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

BERNARDO, P. **Acelerando o crescimento brasileiro**. Palestra ministrada para as Faculdades Integradas do Brasil – UniBrasil. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/arquivos/\\_down/palestras/070301\\_palestra\\_nova.ppt](http://www.planejamento.gov.br/arquivos/_down/palestras/070301_palestra_nova.ppt).> Acesso em: 10 jun. 2008.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, dez. 2005.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. O site apresenta dados sobre a Bovespa. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 28 fev. 2008.

CANUTO, Otaviano. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 18, n. 4, jul. 2002.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 4ª edição, São Paulo: Makron Books, 1996.

CHAVES, Daniel Augusto Tucci; ROCHA, Keyler Carvalho. **Análise técnica e fundamentalista: divergências, similaridades e complementariedades**. São Paulo: FEA-USP. 2004.

DARRAT, A. F.; MUKHERJEE, T. K. The behavior of the stock market in a developing economy. **Economic Letters**, v. 22, 1986.

DE PAULA, Germano Mendes. **Governança corporativa no Brasil e México: Estrutura Patrimonial, Práticas e Políticas Públicas**. Uberlândia: IE/UFU, set. 2003.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

FAMÁ, Rubens; RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. **Eficiência de mercado: um estudo de evento – o impacto da nova lei das sociedades anônimas, análise do comportamento das ações do Ibovespa no período de 02/01/2001 a 09/04/2001**. V SEMEAD, jun. 2001.

FISHMAN, Michael J.; HAGERTY, Kathleen M. Disclosure decisions by firms and the competition for price efficiency. **The Journal of Finance**, v. 44, n. 3, jul. 1989.

HOFFMANN, Rodolfo. **Estatística para economistas**. 2ª ed. São Paulo: Pioneira, 1991.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GRANGER, Clive W. J. Investigating causal relations by econometric models and cross spectral methods. **Econometrica**. v. 37, n. 3, p. 434-448, 1969.

GRANGER, C.W.J; HUANG, B.N; YANG, C.W. **A bivariate causality between stock prices and exchange rates: evidence from recent Asia flu**. San Diego: University of California, Department of Economic, Apr. 1998.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. O site apresenta textos sobre as práticas de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>> Acesso em: 10 mar. 2008.

IPEADATA. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. O site apresenta dados sobre índices econômicos. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br>> Acesso em: 24 abr. 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm; managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, 1976.

LA PORTA, R; LOPEZ, S; SHLEIFER, A; VISHNY, R. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, dez. 1998.

\_\_\_\_\_. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, maio, 1999.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Sílvia M. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LETHBRIDGE, Eric. Governança corporativa. **Revista do BNDES**, n. 8, dez. 1997.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo e o conselho de administração**. 7ª ed. São Paulo: Campus, 2000.

LUSTOSA, E.; LEAL, R. P. C. **Institutional investors and corporate governance in Brazil**, OCDE, working paper, 2004.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MALIENI JÚNIOR, Walter. **Práticas de governança corporativa e geração de valor aos acionistas**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackensie. São Paulo, 2003.

MELLO JR., Luiz R. **Governança empresarial no Brasil**. dez, 2000. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/ocde/ocde03.pdf>> Acesso em: 02 maio 2008.

MINELLA, A. Monetary policy and inflation in Brazil (1975-2000): A VAR Estimation. **Revista brasileira de economia**, vol. 57, 2003.

NETO, L.V.; FÉLIX, L.F.F. A importância da participação do investidor individual no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Confiança: **Revista do Pensamento Econômico de Minas Gerais**, v.1, n.1, 2002.

NUNES, Maurício Sipriano. **A relação entre o mercado de ações brasileiro e as variáveis macroeconômicas no período pós-plano real**. Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

PORTAL BRASIL. O site apresenta dados sobre índices financeiros do Brasil. Disponível em: < <http://www.portalbrasil.net/indices.htm> > Acesso em 10 maio. 2008.

POUND, J. **A promessa da empresa governada**. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 2001.

PROCIANOY, Jairo L.; COMERLATO, Glória. **Proposta de um método para verificação de evidências de transferência de lucro entre empresas similares abertas de um mesmo grupo econômico**. ENANPAD. Curitiba, 1994.

\_\_\_\_\_. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 34, n. 4, p. 74-84, 1994.

RAMALHO, W., PEREIRA, A. L. A. **Números índices: conceitos e aplicações**. Belo Horizonte: Departamento de Estatística da UFMG, 1998.

\_\_\_\_\_; RIBEIRO, J. **Conceitos e aplicações de estatística**. Belo Horizonte: Ipead, 2006.

ROGERS, Dany; MARTINS, Vidigal Fernandes. **Limites para o desenvolvimento do mercado de capitais latino-americano e governança corporativa: estudo de caso do Brasil**. In: CONSEJO LATINOAMERICANO DE ESCUELAS DE ADMINISTRACION (CLADEA). Puerto Plata, 2004. Disponível em <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/cladea1.pdf>>. Acesso em 01 mar. 2008.

SAPORITO, Antônio. **Estudo integrado de companhias e o processo de avaliação de suas ações no mercado brasileiro**. Dissertação (Mestrado) - FEA-USP, São Paulo: 1989.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) - FEA/USP, São Paulo. 2002.

SIQUEIRA, Tagore. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, n. 10, 1998.

TORAIWA, Paula. **Governança corporativa**: condições de financiamento e valor da empresa. 1º lugar no IV Concurso de Monografia da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/monografia4/monografia1.zip>> Acesso em: 24. abr. 2008.

VERGARA, Constant Sylvania. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 4ªed. São Paulo: Atlas, 2003.

VIEIRA, V. A. As tipologias, variações e características da pesquisa de marketing **Revista da FAE**, Curitiba, v. 5, n. 1, p. 61-70, jan/abr. 2002.

VIEIRA NETO, L.; FÉLIX, L. F. F. A importância da participação do investidor individual no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Confiança. **Revista do Pensamento Econômico de Minas Gerais**, v. 1, n. 1, 2002.

## ANEXOS

ANEXO A – Evolução mensal do Ibovespa de 2004 a 2005 .....	69
ANEXO B – Evolução mensal do Ibovespa de 2006 a 2007.....	70
ANEXO C – Evolução mensal do IGC de 2004 a 2005.....	71
ANEXO D – Evolução mensal do IGC de 2006 a 2007.....	72
ANEXO E – Taxa média mensal do dólar de janeiro de 2005 a dezembro de 2007.....	73
ANEXO F – Taxa média de juros: Selic de 2005 a 2007 (% a.m).....	74
ANEXO G – Média mensal do risco-país de 2005 a 2007.....	75

## ANEXO A - Evolução mensal do Ibovespa de 2004 a 2005

2004					2005				
Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)	Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)
Jan	23.413	+10,5	21.851	-1,7	Jan	24.485	-4,0	24.350	-7,0
Fev	21.931	-6,3	21.755	-0,4	Fev	26.473	+8,1	28.139	+15,5
Mar	21.953	+0,1	22.142	+1,7	Mar	27.706	+4,6	26.610	-5,4
Abr	21.872	-0,3	19.607	-11,4	Abr	25.553	-7,7	24.843	-6,6
Mai	18.876	-13,6	19.544	-0,3	Mai	24.788	-2,9	25.207	+1,4
Jun	20.203	+7,0	21.148	+8,2	Jun	25.408	+2,5	25.051	-0,6
Jul	21.744	+7,6	22.336	+5,6	Jul	25.217	-0,7	26.042	+3,9
Ago	22.276	+2,4	22.803	+2,0	Ago	26.978	+6,9	28.044	+7,6
Set	22.716	+1,9	23.245	+1,9	Set	29.800	+10,4	31.583	+12,6
Out	23.371	+2,8	23.052	-0,8	Out	29.900	+0,3	30.193	-4,4
Nov	23.994	+2,6	25.128	+9,0	Nov	31.084	+3,9	31.916	+5,7
Dez	25.529	+6,3	26.196	+4,2	Dez	33.121	+6,5	33.455	+4,8
<b>Anual</b>	<b>22.316</b>	<b>+54,5</b>	<b>26.196</b>	<b>+17,8</b>	<b>Anual</b>	<b>27.540</b>	<b>+23,4</b>	<b>33.455</b>	<b>+27,7</b>

Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

## ANEXO B - Evolução mensal do Ibovespa de 2006 a 2007

2006					2007				
Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)	Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)
Jan	36.053	+8,8	38.382	+14,7	Jan	43.390	+0,2	44.641	+0,3
Fev	37.564	+4,1	38.610	+0,5	Fev	45.162	+4,0	43.892	-1,6
Mar	37.764	+0,5	37.951	-1,7	Mar	43.932	-2,7	45.804	+4,3
Abr	39.124	+3,6	40.363	+6,3	Abr	48.014	+9,2	48.956	+6,8
Mai	39.068	-0,1	36.530	-9,4	Mai	51.169	+6,5	52.268	+6,7
Jun	35.091	-10,1	36.630	+0,2	Jun	53.580	+4,7	54.392	+4,0
Jul	36.280	+3,3	37.077	+1,2	Jul	56.187	+4,8	54.182	-0,3
Ago	36.937	+1,8	36.232	-2,2	Ago	52.054	-7,3	54.637	+0,8
Set	36.137	-2,1	36.449	+0,5	Set	56.236	+8,0	60.465	+10,6
Out	38.560	+6,7	39.262	+7,7	Out	62.622	+11,3	65.317	+8,0
Nov	41.123	+6,6	41.931	+6,7	Nov	62.612	0,0	63.006	-3,5
Dez	43.264	+5,2	44.473	+6,0	Dez	63.593	+1,5	63.886	+1,3
<b>Anual</b>	<b>38.007</b>	<b>+38,0</b>	<b>44.473</b>	<b>+32,9</b>	<b>Anual</b>	<b>53.085</b>	<b>+39,6</b>	<b>63.886</b>	<b>+43,6</b>

Fonte: www.bovespa.com.br (2008)

## ANEXO C - Evolução mensal do IGC de 2004 a 2005

2004					2005				
Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)	Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)
Jan	1.897	+10,2	1.791	-2,9	Jan	2.442	+0,4	2.436	-4,2
Fev	1.822	-3,9	1.847	+3,1	Fev	2.636	+7,9	2.786	+14,3
Mar	1.816	-0,3	1.815	-1,7	Mar	2.771	+5,1	2.624	-5,8
Abr	1.775	-2,2	1.581	-12,9	Abr	2.522	-8,9	2.451	-6,5
Mai	1.603	-9,6	1.706	+7,9	Mai	2.462	-2,3	2.493	+1,7
Jun	1.731	+7,9	1.778	+4,1	Jun	2.520	+2,3	2.507	+0,5
Jul	1.841	+6,4	1.886	+6,0	Jul	2.558	+1,5	2.650	+5,6
Ago	1.929	+4,7	1.985	+5,2	Ago	2.807	+9,7	2.908	+9,7
Set	2.020	+4,7	2.083	+4,9	Set	3.102	+10,5	3.272	+12,5
Out	2.121	+4,9	2.152	+3,2	Out	3.138	+1,1	3.211	-1,8
Nov	2.208	+4,0	2.288	+6,3	Nov	3.377	+7,6	3.484	+8,4
Dez	2.431	+10,1	2.545	+11,2	Dez	3.621	+7,2	3.658	+5,0
<b>Anual</b>	<b>1.932</b>	<b>+52,3</b>	<b>2.545</b>	<b>+37,9</b>	<b>Anual</b>	<b>2.830</b>	<b>+46,4</b>	<b>3.658</b>	<b>+43,7</b>

Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) (2008)

## ANEXO D - Evolução mensal do IGC de 2006 a 2007

2006					2007				
Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)	Mês	Médio	Var.(%)	Fechamento	Var.(%)
Jan	3.991	+10,2	4.316	+17,9	Jan	5.157	+3,3	5.295	+2,4
Fev	4.220	+5,7	4.338	+0,5	Fev	5.366	+4,0	5.235	-1,1
Mar	4.252	+0,7	4.238	-2,2	Mar	5.212	-2,8	5.329	+1,7
Abr	4.324	+1,6	4.368	+3,0	Abr	5.594	+7,3	5.713	+7,2
Mai	4.337	+0,3	4.068	-6,8	Mai	6.043	+8,0	6.184	+8,2
Jun	3.883	-10,4	4.080	+0,2	Jun	6.282	+3,9	6.342	+2,5
Jul	4.044	+4,1	4.128	+1,1	Jul	6.583	+4,7	6.373	+0,4
Ago	4.126	+2,0	4.144	+0,3	Ago	6.110	-7,1	6.334	-0,6
Set	4.172	+1,1	4.183	+0,9	Set	6.455	+5,6	6.969	+10,0
Out	4.441	+6,4	4.511	+7,8	Out	7.112	+10,1	7.299	+4,7
Nov	4.708	+6,0	4.823	+6,9	Nov	6.896	-3,0	7.023	-3,7
Dez	4.991	+6,0	5.169	+7,1	Dez	6.907	+0,1	6.800	-3,1
<b>Anual</b>	<b>4.281</b>	<b>+51,2</b>	<b>5.169</b>	<b>+41,2</b>	<b>Anual</b>	<b>6.136</b>	<b>+43,3</b>	<b>6.800</b>	<b>+31,5</b>

Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) (2008)

**ANEXO E - Taxa média mensal do dólar  
de janeiro de 2005 a dezembro de 2007**

<b>Mês</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Jan	2,69370500	2,27532380	2,13897142
Fev	2,59783888	2,16192222	2,09625000
Mar	2,70473636	2,15196086	2,08867727
Abr	2,57918000	2,12928888	2,03203500
Mai	2,45281428	2,17810000	1,98161363
Jun	2,41351363	2,24829047	1,93187000
Jul	2,37350952	2,18928095	1,88203809
Ago	2,36063043	2,15588260	1,96601304
Set	2,29440952	2,16874500	1,89957894
Out	2,25645000	2,14828095	1,80104090
Nov	2,21083500	2,15767368	1,77002000
Dez	2,28285238	2,15054736	1,78652777

Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) (2008)

**ANEXO F - Taxa média de juros: Selic de 2005 a 2007 (%a.m)**

2005.01	1,3839
2005.02	1,2182
2005.03	1,5282
2005.04	1,4115
2005.05	1,5031
2005.06	1,5856
2005.07	1,5113
2005.08	1,6585
2005.09	1,5031
2005.10	1,4072
2005.11	1,3810
2005.12	1,4736
2006.01	1,4293
2006.02	1,1451
2006.03	1,4223
2006.04	1,0779
2006.05	1,2814
2006.06	1,1844
2006.07	1,1700
2006.08	1,2563
2006.09	1,0573
2006.10	1,0942
2006.11	1,0206
2006.12	0,9879
2007.01	1,0828
2007.02	0,8725
2007.03	1,0522
2007.04	0,9448
2007.05	1,0281
2007.06	0,9056
2007.07	0,9726
2007.08	0,9926
2007.09	0,8050
2007.10	0,9295
2007.11	0,8447
2007.12	0,8400

Fonte: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br) (2008).

## ANEXO G - Média mensal do risco-país de 2005 a 2007

JPMorgan EMBI+				
Risco-País Brasil				
MÉDIA MENSAL			MÉDIA TRIMESTRAL	
<b>2005</b>	jan	437		
	fev	403		
	mar	423		<b>421</b>
	abr	456		
	mai	435		
	jun	421		<b>437</b>
	jul	409		
	ago	402		
	set	377		<b>396</b>
	out	369		
	nov	324		
	dez	313		<b>335</b>
<b>2006</b>	jan	281		
	fev	236		
	mar	228		<b>248</b>
	abr	232		
	mai	244		
	jun	262		<b>246</b>
	jul	237		
	ago	217		
	set	227		<b>227</b>
	out	217		
	nov	219		
	dez	207		<b>214</b>
<b>2007</b>	jan	191		
	fev	182		
	mar	186		<b>186</b>
	abr	154		
	mai	147		
	jun	146		<b>149</b>
	jul	163		
	ago	199		
	set	189		<b>183</b>
	out	168		
	nov	210		
	dez	212		<b>196</b>

Fonte: [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net) (2008)

## APÊNDICES

APÊNDICE A – Influência do Ibovespa sobre o câmbio.....	77
APÊNDICE B – Influência do risco-país e da Selic sobre o Ibovespa.....	78
APÊNDICE C – Influência do IGC sobre o câmbio.....	79
APÊNDICE D – Influência do risco-país e da Selic sobre o IGC.....	80
APÊNDICE E - Diferença de rentabilidade entre os índices Ibovespa e IGC no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007.....	81
APÊNDICE F - Teste de <i>Student</i> para observações emparelhadas.....	82

## APÊNDICE A – Influência do Ibovespa sobre o câmbio

### RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,926633293
R-Quadrado	0,85864926
R-quadrado ajustado	0,854491885
Erro padrão	0,089520872
Observações	36

### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	1,65518002	1,65518	206,5364	5,23844E-16
Resíduo	34	0,27247554	0,008014		
Total	35	1,92765556			

### INTERSEÇÃO IBOVESPA

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interseção	2,92746998	0,05370014	54,51512	1,11E-34	3,036601803
IBOVESPA	-1,87156E-05	1,3023E-06	-14,3714	5,24E-16	-1,6069E-05
	<i>95% inferiores</i>	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>		
	2,818338157	3,036601803	2,818338157		
	-2,13621E-05	-1,6069E-05	-2,13621E-05		

Câmbio = 2,93 – 1,87156E-05 \* Ibovespa

## APÊNDICE B – Influência do risco-país e da Selic sobre o Ibovespa

### RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,892687446
R-Quadrado	0,796890877
R-quadrado ajustado	0,784581233
Erro padrão	5392,966618
Observações	36

### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	2	3765640257	1,88E+09	64,73712	3,78038E-12
Resíduo	33	959774935,3	29084089		
Total	35	4725415193			

### INTERSEÇÃO SELIC / RISCO-PAÍS

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
Interseção	82836,21822	5062,082237	16,36406	2,13E-17	72537,33452
SELIC	-26407,5793	6887,304321	-3,83424	0,000537	-40419,90522
RISCO-PAÍS	-43,39103369	17,14212168	-2,531252	0,016313	-78,2669423
<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>			
93135,10191	72537,33452	93135,10191			
-12395,25337	-40419,90522	-12395,25337			
-8,515125076	-78,2669423	-8,515125076			

Beta 1



Beta 2



$$\text{Ibovespa} = 82836,22 - 26407,58 * \text{Selic} - 43,39 * \text{risco-país}$$

Beta 1 = - 0,5591

Beta 2 = - 0,3691

## APÊNDICE C – Influência do IGC sobre o câmbio

### RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,932610513
R-Quadrado	0,869762369
R-quadrado ajustado	0,86593185
Erro padrão	0,085929741
Observações	36

### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	1,67660226	1,676602	227,0613	1,29431E-16
Resíduo	34	0,25105329	0,007384		
Total	35	1,92765556			

### INTERSEÇÃO IGC

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
Interseção	2,851255939	0,04640646	61,44093	1,98E-36	2,756946667
<b>IGC</b>	-0,00015045	9,9841E-06	-15,0686	1,29E-16	-0,000170736
	<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>		
	2,945565211	2,756946667	2,945565211		
	-0,000130155	-0,000170736	-0,000130155		

$$\text{Câmbio} = 2,85 - 0,00015045 * \text{IGC}$$

## APÊNDICE D – Influência do risco-país e da Selic sobre o IGC

### RESUMO DOS RESULTADOS

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,923794046
R-Quadrado	0,853395439
R-quadrado ajustado	0,844510314
Erro padrão	573,6572194
Observações	36

### ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	2	63215227,02	31607614	96,04766	1,74355E-14
Resíduo	33	10859725,98	329082,6		
Total	35	74074953			

### INTERSEÇÃO SELIC / RISCO-PAÍS

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	<i>95% inferiores</i>
Interseção	9723,020496	538,4605961	18,05707	1,13E-18	8627,514182
SELIC	-2835,276767	732,6119602	-3,87009	0,000486	-4325,787
RISCO-PAÍS	-7,106361608	1,823430878	-3,89725	0,00045	-10,81615961
<i>95% superiores</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>			
10818,52681	8627,514182	10818,52681			
-1344,766534	-4325,787	-1344,766534			
-3,396563611	-10,81615961	-3,396563611			

Beta 1



Beta 2



$$\text{IGC} = 9723,02 - 2835,28 * \text{Selic} - 7,11 * \text{risco-país}$$

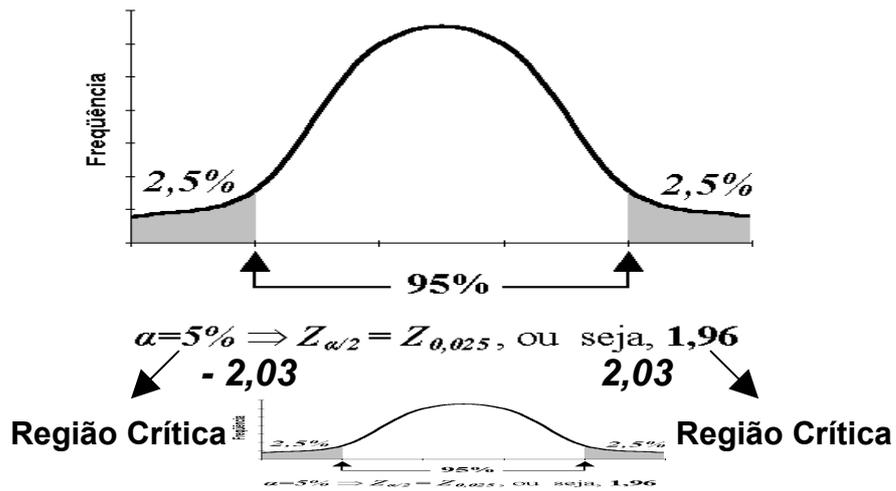
Beta 1 = - 0,48

Beta 2 = - 0,48

**APÊNDICE E – Diferença de rentabilidade entre os índices  
Ibovespa e IGC no período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007**

	<b>IGC</b>	<b>IBOVESPA</b>	<b>d=IGC- IBOVESPA</b>
dez/04	100	100	0
jan/05	100,45	95,91	4,54
fev/05	108,43	103,70	4,73
mar/05	113,99	108,53	5,46
abr/05	103,74	100,09	3,65
mai/05	101,28	97,10	4,18
jun/05	103,66	99,53	4,14
jul/05	105,22	98,78	6,45
ago/05	115,47	105,68	9,79
set/05	127,60	116,73	10,87
out/05	129,08	117,12	11,96
nov/05	138,91	121,76	17,15
dez/05	148,95	129,74	19,21
jan/06	164,17	141,22	22,95
fev/06	173,59	147,14	26,45
mar/06	174,91	147,93	26,98
abr/06	177,87	153,25	24,62
mai/06	178,40	153,03	25,37
jun/06	159,73	137,46	22,27
jul/06	166,35	142,11	24,24
ago/06	169,72	144,69	25,04
set/06	171,62	141,55	30,06
out/06	182,68	151,04	31,64
nov/06	193,67	161,08	32,58
dez/06	205,31	169,47	35,84
jan/07	212,13	169,96	42,17
fev/07	220,73	176,90	43,83
mar/07	214,40	172,09	42,31
abr/07	230,11	188,08	42,03
mai/07	248,58	200,43	48,15
jun/07	258,41	209,88	48,53
jul/07	270,79	220,09	50,70
ago/07	251,34	203,90	47,44
set/07	265,53	220,28	45,25
out/07	292,55	245,30	47,26
nov/07	283,67	245,26	38,41
dez/07	284,12	249,10	35,02

## APÊNDICE F - Teste de *Student* para observações emparelhadas



**Grau de Liberdade = 35**

**Nível de confiança = 95%**

**t = 2,03**

**Estatística do teste: t = 9,61 (cai na região crítica)**