

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM
E O MERCADO TRADICIONAL:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO**

Rodrigo Lascombe Nottar

**Porto Alegre
2015**

Rodrigo Lascombe Nottar

**SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM
E O MERCADO TRADICIONAL:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Ribeiro de Macêdo

Porto Alegre

2015

Rodrigo Lascombe Nottar

**SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM
E O MERCADO TRADICIONAL:
UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE DESEMPENHO**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final: A

Aprovado em 1º de julho de 2015.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Guilherme Kirch – UFRGS

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Ribeiro de Macêdo – UFRGS

À minha mãe, Magali.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho não seria possível sem a participação de pessoas que nos incentivam e nos mantêm firmes em nossos objetivos.

Primeiramente agradeço à minha família, especialmente à minha mãe, Magali, por estar sempre presente em todos os momentos. Pela educação proporcionada e pelo amor e carinho que só a melhor mãe do mundo pode dar.

À minha namorada, Ariadne, pelo amor e companheirismo que existe em nossa relação. Por ela estar sempre ao meu lado e pela forma como encaramos os desafios na busca do crescimento pessoal e profissional.

Aos meus amigos e colegas Matheus, Daniel e Rafaela, que foram fundamentais nesta caminhada ao longo do curso.

Ao meu orientador, Guilherme, e aos professores que durante o curso passaram seus conhecimentos, fazendo com que fosse possível a realização deste trabalho.

RESUMO

O mercado de capitais brasileiro tem apresentado grande crescimento ao longo dos anos. Além de ser um sistema de distribuição de valores mobiliários que proporciona liquidez aos títulos emitidos por empresas, ele também viabiliza o processo de capitalização, canalizando os recursos financeiros da sociedade para o comércio, a indústria e outras atividades econômicas. A empresa que abre o seu capital tem o objetivo de captar recursos com baixo custo. Pensando nisso, muitas companhias aderem aos níveis de governança corporativa como uma forma de se diferenciar, atrair investidores e melhorar seus resultados. Espera-se, portanto, que essas empresas aumentem seus lucros e remunerem melhor os seus acionistas. O presente trabalho tem como objetivo geral estudar os segmentos especiais de listagem e realizar, por meio da aplicação de indicadores financeiros em carteiras teóricas, uma análise comparativa de desempenho com o segmento tradicional. Observou-se, ao final, que a carteira com ativos de alta governança teve uma melhor relação de risco e retorno frente aos ativos da carteira do mercado tradicional. Isso pode sugerir que há mais segurança e rentabilidade ao investidor nos mercados diferenciados da Bolsa. O período em análise é de três anos, do primeiro dia útil de 2012 ao último dia útil de 2014.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Mercado de Capitais, Segmentos de Listagem, Indicadores Financeiros.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Empresas Listadas no Nível 1	25
Quadro 2: Empresas Listadas no Nível 2	27
Quadro 3: Empresas Listadas no Novo Mercado	28
Quadro 4: Empresas Listadas no Bovespa Mais.....	33
Quadro 5: Composição da Carteira Ibovespa	35
Quadro 6: Composição da Carteira IGCX	37
Quadro 7: Categorias do Índice Beta	45
Quadro 8: Empresas Seleccionadas do Mercado Tradicional Listadas no IBOV	48
Quadro 9: Empresas Seleccionadas do Novo Mercado Listadas no IBOV	49
Quadro 10: Correlação dos Ativos da Carteira Tradicional	53
Quadro 11: <i>Backtesting</i> 1	55
Quadro 12: Variância e Covariância da Carteira Tradicional.....	56
Quadro 13: Betas da Carteira Tradicional	56
Quadro 14: Sharpe da Carteira Tradicional.....	58
Quadro 15: Treynor da Carteira Tradicional.....	59
Quadro 16: Correlação dos Ativos da Carteira Novo Mercado.....	60
Quadro 17: <i>Backtesting</i> 2	61
Quadro 18: Variância e Covariância da Carteira Novo Mercado.....	61
Quadro 19: Betas da Carteira Novo Mercado	62
Quadro 20: Sharpe da Carteira Novo Mercado	64
Quadro 21: Treynor da Carteira Novo Mercado	64
Quadro 22: Resultado das Carteiras Tradicional e Novo Mercado	65

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Retorno Acumulado – SELIC	51
Gráfico 2: Oscilações do IBOVESPA	52
Gráfico 3: Oscilações do IGCX.....	52
Gráfico 4: Retorno Acumulado da Carteira Tradicional	54
Gráfico 5: Regressão Linear da Carteira Tradicional em Relação ao IBOV	57
Gráfico 6: Regressão Linear da Carteira Tradicional em Relação ao IGCX.....	57
Gráfico 7: Retorno Acumulado da Carteira Novo Mercado	60
Gráfico 8: Regressão Linear da Carteira Novo Mercado em Relação ao IBOV	62
Gráfico 9: Regressão Linear da Carteira Novo Mercado em Relação ao IGCX	63
Gráfico 10: Oscilações dos Retornos das Carteiras e do Ativo Livre de Risco	66

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	12
3 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS	13
3.1 OBJETIVO GERAL	13
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	13
4 JUSTIFICATIVAS	14
5 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
5.1 A EVOLUÇÃO DAS CORPORAÇÕES	15
5.1.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE	16
5.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	18
5.2.1 CONCEITO E ORIGENS	18
5.2.2 PRINCÍPIOS E IMPORTÂNCIA	21
5.3 SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM E ÍNDICES DE MERCADO	23
5.3.1 NÍVEL 1	24
5.3.2 NÍVEL 2	26
5.3.3 NOVO MERCADO	28
5.3.4 BOVESPA MAIS	32
5.3.5 ÍNDICES DE MERCADO	34
5.4 DESEMPENHO E RISCO	41
5.4.1 VALUE AT RISK (VaR)	42
5.4.2 ÍNDICE DE SHARPE	43
5.4.3 ÍNDICE DE TREYNOR	44
5.4.4 ÍNDICE BETA	44
6 METODOLOGIA	46
7 AMOSTRA	47

7.1 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	47
7.2 EMPRESAS SELECIONADAS DO MERCADO TRADICIONAL.....	48
7.3 EMPRESAS SELECIONADAS DO NOVO MERCADO	49
8 ANÁLISE.....	50
8.1 A CARTEIRA TRADICIONAL	53
8.1.1 VALOR EM RISCO	54
8.1.2 BETAS DA CARTEIRA	55
8.1.3 ÍNDICES DE SHARPE E DE TREYNOR	58
8.2 A CARTEIRA NOVO MERCADO.....	60
8.2.1 VALOR EM RISCO	61
8.2.2 BETAS DA CARTEIRA	61
8.2.3 ÍNDICES DE SHARPE E DE TREYNOR	63
8.3 ANÁLISE CONSOLIDADA.....	65
9 CONCLUSÃO	68
REFERÊNCIAS.....	70

1 INTRODUÇÃO

No atual mercado de negócios, pautado pela competitividade e pelo dinamismo, tornam-se necessárias ferramentas que possibilitem uma melhor administração e que aumentem os lucros das empresas inseridas nesse contexto.

Do lado das organizações, uma gestão mais eficiente trará melhores resultados com o aprimoramento de suas operações e obtenção de vantagem competitiva. Do lado dos investidores e demais interessados, haverá uma maior tranquilidade para que operem em um mercado atrativo e seguro.

Segundo Rossetti (2007), a formação do sistema capitalista, a evolução do mundo corporativo e o desenvolvimento da ciência da administração foram determinantes para o surgimento de regras de transparência mais rígidas nas empresas.

A história da economia mundial evidencia que transformações ocorrem a todo instante, sempre convergindo à internacionalização das organizações, à interdependência entre entidades e à unificação de regiões. Ou seja, tendências já consolidadas com a globalização.

A tudo isso se soma diversas crises históricas. A amplitude da crise de 2008 ocorreu essencialmente da desregulamentação bancária e da globalização financeira (LEAL, 2009). A crise de 2010 na União Europeia foi ocasionada pela enorme dívida pública de alguns países. Os gastos excessivos não tinham o devido lastro de reservas. O que faltou foi uma entidade fiscal centralizadora (PINHEIRO, 2014). O resultado foi uma grande recessão e o aumento da taxa de desemprego.

O que fica exposto neste cenário é a necessidade de uma gestão que propicie mecanismos de acompanhamento e controle. Dessa forma, haverá os recursos necessários para as corretas tomadas de decisões.

Inserido nesse contexto econômico, o mercado de capitais brasileiro pouco se desenvolvia antes da década de 60 e não tinha a preferência dos investidores. A economia da época era marcada pela inflação crescente e pela Lei da Usura, que limitava a taxa de juros a 12% ao ano. Tudo isso impedia um desenvolvimento maior do mercado de capitais¹.

¹ Portal do Investidor. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html> Acesso em: abr. 2015.

O cenário começa a mudar com o surgimento de leis como a nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária e a nº 4.595/64, que reformou o sistema bancário. Mas foi a lei nº 4.728/65 que disciplinou o mercado de capitais brasileiro e permitiu o seu desenvolvimento. Portanto, a introdução das referidas legislações resultou em profundas mudanças na economia do país e fizeram surgir novas possibilidades de investimento.

Em 2008, a integração da Bolsa de Mercadorias e Futuros com a Bolsa de Valores de São Paulo deu origem à BM&FBOVESPA, que é uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado e líder no continente latino americano. A sua Política de Sustentabilidade está estruturada em quatro pilares: mercado, ambiental, social e governança corporativa. Neste último pilar, ela promove a prestação de contas e a transparência das empresas, garantindo a gestão eficiente dos riscos e a adoção de práticas que irão garantir os direitos dos acionistas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), organização sem fins lucrativos, contribui, desde 1995, para o desempenho sustentável e influencia os agentes da sociedade no sentido de mais transparência, justiça e responsabilidade. Atualmente, o IBGC é a principal referência no Brasil para o desenvolvimento das chamadas “melhores práticas” em governança corporativa. A governança, que será detalhada posteriormente, busca minimizar os conflitos existentes entre os tomadores de decisões e os fornecedores de recursos, aumentando a qualidade e a longevidade destas relações. Assim, ao mesmo tempo em que busca melhorar o desempenho de uma companhia, ela também protege todas as partes interessadas.

Para destacar as empresas que aderem a esta forma de gestão, a bolsa de valores criou os segmentos especiais de listagem. Além do mercado tradicional, hoje existem cinco segmentos com exigências e práticas diferenciadas de gestão, que vão aumentando conforme o nível no qual a empresa decide ingressar.

A grande questão é se as companhias que adotam altos padrões de governança são, de fato, as melhores opções de investimento na Bolsa. O acionista torna-se sócio com a expectativa de obter maior rentabilidade com maior segurança possível. Portanto, espera-se que os ativos listados nos segmentos diferenciados tenham uma melhor relação de risco e retorno.

2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Segundo a Serasa Experian, em recente notícia publicada no G1², aumentaram consideravelmente os casos de empresas que solicitaram recuperação judicial ou, até mesmo, vieram a ter sua falência decretada. O problema que vem junto com este acontecimento é a perda financeira sofrida pelo investidor.

Aquele que injeta recursos em uma companhia tem um papel de grande importância no desenvolvimento de uma sociedade. Sem o investidor do mercado de capitais, as formas de financiar os projetos seriam poucas e mais caras.

Sabendo da importância de captar novos recursos, e como forma de atrair o acionista pela diferenciação, as companhias agregam a governança corporativa à sua cultura organizacional. Com isso, elas buscam o reconhecimento do mercado e novas formas de gestão que resultem em melhores resultados.

Mas será que o investidor obtém melhor relação de risco e retorno adquirindo ativos de empresas que seguem exigências adicionais e estão listadas nos segmentos especiais da Bolsa?

Este trabalho, além de identificar os conceitos relacionados à governança corporativa, irá comparar os segmentos de listagem, aplicando indicadores financeiros como forma de mensurar e avaliar o desempenho entre os mercados.

² G1. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/04/pedidos-de-falencias-sobem-573-em-marco-diz-serasa-experian.html>> Acesso em: abr. 2015.

3 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GERAL

Realizar um estudo sobre os segmentos diferenciados de listagem da Bolsa, analisando-os comparativamente ao mercado tradicional. Serão avaliados o desempenho e o risco de carteiras teóricas.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- ❖ Evidenciar as origens, a evolução e a importância que a governança corporativa tem no mercado;
- ❖ Caracterizar o mercado diferenciado de ações com as empresas que adotam melhores práticas e exigências adicionais;
- ❖ Detalhar a aplicação dos indicadores financeiros utilizados na comparação das carteiras.

4 JUSTIFICATIVAS

O cenário econômico atual evidencia uma competição acirrada por conquista de mercado, captação de clientes e maximização dos resultados. Isso tudo faz com que as empresas alinhem cada vez mais seus mecanismos de gestão ao atingimento dos objetivos estratégicos.

O mercado de capitais brasileiro, apesar de incipiente em relação aos países desenvolvidos, cresce a todo instante e tem um potencial imenso, que implicará em grande aumento da oferta de recursos para o desenvolvimento nos próximos anos³. Portanto, haverá para as empresas nele inseridas o cumprimento de regras cada vez mais rígidas.

Neste sentido, as organizações devem buscar modelos de gestão que além de cumprir com estas determinações, também melhorem seus resultados e lhes deem maior vantagem competitiva. Estes modelos adotam a governança corporativa em sua essência.

Organismos internacionais, como a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial consideram a governança corporativa uma importante ferramenta para a integração global dos mercados e para o desenvolvimento econômico, social e ambiental das nações (ROSSETTI, 2007). Então, mesmo nas empresas de controle estatal, o assunto é de grande relevância.

Uma estrutura de governança forte aumenta a confiança dos investidores e fomenta o mercado de capitais. Com isso, haverá uma maior atração de recursos para financiar os principais projetos das empresas e, conseqüentemente, o país se desenvolverá mais rápido.

Os agentes superavitários buscam as melhores opções de investimento, e este trabalho procura apontar, principalmente para quem não possui experiência no mercado de capitais, um caminho mais seguro e rentável para investir em um ambiente onde as perdas podem ser significativas.

³ BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> Acesso em: abr. 2015.

5 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo, vamos abordar o embasamento teórico utilizado para a elaboração da monografia, através de bibliografias que venham a dar sustentação para o tema abordado.

5.1 A EVOLUÇÃO DAS CORPORAÇÕES

O propósito de analisar brevemente a evolução das corporações é o de descobrir os fatores que levaram ao despertar da governança corporativa. Desta forma, ao examinar as raízes históricas dos vínculos indissociáveis entre o sistema capitalista e o mundo corporativo, entenderemos como a governança surgiu para melhorar a gestão e o desempenho das organizações.

Um conjunto de processos históricos, como a Revolução Industrial, o desenvolvimento da tecnologia e da ciência da administração, impulsionou o mundo corporativo a registrar resultados expressivos de crescimento ao longo do tempo. Apesar de interrompida, após a crise de 29, a expansão das corporações logo foi retomada por inúmeros fatores. Segundo os autores Andrade e Rossetti (2007), esse conjunto de fatores era amplo, e alguns deles serão vistos a seguir.

Os avanços tecnológicos e as inovações foram importantes, pois geravam desenvolvimento industrial e diversificação de produtos. A expansão demográfica e de renda, acompanhada das mudanças nos hábitos individuais e sociais, implicava crescimento dos mercados. Da mesma forma, geravam expansão o aburguesamento do proletariado e o surgimento de um mercado financeiro com mais opções.

As grandes escalas e as produções em séries com redução de custos ampliavam o acesso da população de menor renda aos mercados de bens finais. O aumento de investimentos públicos, a evolução dos mercados (especialmente o de capitais), a maior emissão primária de ações das empresas de capital aberto para financiar seus projetos e a proliferação dos pequenos negócios são exemplos dos fatores determinantes para a retomada do mundo corporativo em um cenário complexo formado pelo pós-crise.

Cada vez que o mercado se expandia, menores tornavam-se as fronteiras entre as economias. Isso fez com que as companhias seguissem rumo à

transnacionalização⁴. Ademais, ocorreram muitas fusões e aquisições, o que aumentou as receitas e o poder das companhias em viabilizar grandes projetos.

Outro ponto importante foi o surgimento de medidas protecionistas e de amparo aos interesses das corporações, resultado da relação formada entre o poder político e o poder econômico.

Ao longo da história, o crescimento das empresas sofreu reduções no seu ritmo, como na já mencionada crise de 29 e também na segunda guerra mundial. Entretanto, o crescimento sempre foi retomado e após os anos 60 ampliou-se continuamente.

Uma grande mudança no mundo corporativo foi a dispersão do capital de controle das companhias. Isso ocorreu principalmente pela constituição das grandes organizações na forma de sociedades anônimas e por passarem a financiar sua expansão através da subscrição pública de novas emissões de capital no mercado. Além disso, inúmeras empresas de capital fechado decidiram abrir o capital, o que aumentou o número de empresas listadas nas bolsas de valores.

5.1.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE

Até o final do século XIX, os proprietários exerciam efetivamente a administração de suas companhias, que muitas vezes eram suas extensões e até levavam seu sobrenome. Mas ao longo do século XX, com os processos sucessórios e a evolução do mercado de capitais, essa realidade foi alterada.

Expandindo-se inicialmente nos Estados Unidos, o modelo de propriedade dispersa data de 1920, devido aos aspectos econômicos, culturais e políticos do período⁵. Esse divórcio entre propriedade e controle envolve uma nova forma de organização da sociedade.

Na maior parte das modernas sociedades anônimas a administração está teoricamente desligada da propriedade, e a direção executiva passa a ser, de fato, a “proprietária” das companhias (ROSSETTI, 2007). Tal a dispersão dos acionistas em determinadas empresas, que nem sempre eles escolhem o administrador que a

⁴ Conceito abordado na obra de ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007 p.59.

⁵ IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: jun. 2014.

assumirá. Ou seja, o administrador não seguirá qualquer tipo de instrução emanada pelos donos das ações.

Muitos efeitos foram gerados com essa mudança, como a perda dos valores e da satisfação que a propriedade material dava aos reais proprietários. Agora estes, na condição de proprietários passivos, estão impotentes para agir sobre a propriedade que está na mão de um agente que muitas vezes tem interesses divergentes ao deles. Segundo o IBGC⁶:

Em 1976, Jensen e Meckling publicaram estudos focados em empresas norte-americanas e britânicas, mencionando o que convencionaram chamar de problema de agente-principal, que deu origem à Teoria da Firma ou Teoria do Agente-Principal. Segundo esses acadêmicos, o problema agente-principal surgia quando o sócio (principal) contrata outra pessoa (agente) para que administrasse a empresa em seu lugar.

Com a dispersão do capital e a separação entre a propriedade e a gestão, surgiu o conflito de agência nas corporações. A relação de agência é estabelecida entre os agentes principais e os agentes executores, e é fundamentada na maximização do valor do empreendimento, da riqueza dos acionistas e o retorno de seus investimentos. Ocorre que os agentes executores possuem seus próprios interesses (maiores salários, mais poder, maior estabilidade, entre outros) e também irão tentar maximizá-los. Dessa forma, as decisões tomadas poderão conflitar entre os interesses desses dois agentes. Segundo Andrade e Rossetti (2007), para que seus interesses não se choquem são necessárias duas medidas: uma referente aos termos do contrato entre as partes; outra, referente ao comportamento deles.

Dois axiomas, entretanto, sintetizam que os conflitos de agência dificilmente serão evitados. O Axioma de Klein⁷, segundo o qual não existe contrato completo, foi exposto em 1983. O autor justifica seu estudo pelo fato de que o mundo corporativo passa frequentemente por mudanças radicais em todos os seus aspectos. As contingências são inúmeras, assim como as reações a elas. Portanto, diante de descontinuidades e incertezas torna-se impossível definir contratos completos. Já o Axioma de Jensen e Meckling⁸ traz a inexistência do agente perfeito. Na obra *The*

⁶ IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: jun. 2014.

⁷ KLEIN, Benjamin. **Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control.** *Journal of Law & Economics*, v.26, 1985.

⁸ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

*nature of man*⁹, os autores definem que objetivos de terceiros dificilmente movem as pessoas a ser tão eficazes quanto podem ser no caso da consecução de seus próprios interesses.

Os conflitos de agência aqui expostos são as razões fundamentais do despertar da governança corporativa (ROSSETTI, 2007).

5.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.2.1 CONCEITO E ORIGENS

Conforme a CVM¹⁰

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia e proteger todas as partes interessadas, como os investidores, os empregados e os credores, facilitando o acesso ao capital.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa¹¹

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

O desenvolvimento das corporações levou a diversas mudanças na gestão das organizações inseridas neste complexo e dinâmico mercado econômico. A origem dos debates sobre governança corporativa remete a conflitos inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses de sócios e executivos, e o que realmente é melhor para a empresa. A vertente mais aceita indica que ela surgiu para superar o "conflito de agência".

⁹ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **The nature of man**. Journal of Applied Corporate Finance, v.7, n2, 1994.

¹⁰ Cartilha da CVM com recomendações sobre governança corporativa.

¹¹ IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: jun. 2014.

Ainda segundo o IBGC¹², a governança corporativa teve seu início na primeira metade dos anos 90, sendo que em 1992 é publicado, na Inglaterra, o Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança.

Para os autores Andrade e Rossetti (2007), muitas foram as razões que levaram ao despertar da governança, entre elas estão as afinidades históricas entre a formação do sistema capitalista, a evolução do mundo corporativo e o desenvolvimento da ciência da administração.

Outros fatores destacados pelos referidos autores são a dispersão do controle acionário e a despersonalização da propriedade. Segundo Fontes Filho e Leal (2014), a governança tem origem na separação entre a propriedade e sua gestão e os efeitos causados pelas assimetrias de informação e distintos interesses entre os administradores e os acionistas.

Não há um modelo único e universal de governança corporativa. As diferenças resultam da diversidade cultural e institucional das nações (ROSSETTI, 2007). Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, as melhores práticas são instituídas em cada país, de acordo com o seu ambiente social, econômico, corporativo e regulatório.

Há dois grandes sistemas de gestão: o *Outsider System* e o *Insider System*. Os demais modelos existentes são derivações destes dois sistemas e se aproximam mais de um ou de outro.

O *Outsider System* é também chamado de modelo anglo-saxão, sendo aplicado nos Estados Unidos, no Reino Unido, no Canadá e na Austrália. É marcado pela pulverização do controle acionário e pela separação da propriedade e da gestão. Os acionistas tipicamente estão fora do comando diário das operações da companhia. As forças de controle mais atuantes são externas. Desta forma, o modelo é fortemente orientado para o mercado e também por ele monitorado. Além dos sinais emitidos pelo mercado, outros controles externos são relevantes, como a estrutura regulatória de proteção dos acionistas (ROSSETTI, 2007). O foco é na maximização do retorno para os *shareholders*¹³. Diferentemente do próximo modelo a ser visto, o *Outsider System* tem no mercado de ações importante fonte de financiamento e crescimento das empresas. Entre os institutos legais presentes,

¹² IBGC. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>> Acesso em: jun. 2014.

¹³ Palavra em inglês, muito comum no contexto empresarial, que significa acionista, pessoa que detém pelo menos uma ação de uma empresa.

destacam-se as seguintes leis: *Sarbanes-Oxley*, nos Estados Unidos; o *Combined Code*, no Reino Unido; *The Governance Policy*, no Canadá; *The Corporation Act*, na Austrália.

O modelo *Insider System* é proveniente do Japão, Alemanha e países da Europa continental, e é caracterizado por ser um modelo em que os grandes acionistas estão diretamente no comando das operações diárias da empresa, seja de forma direta, seja por intermédio de terceiros de sua confiança. As forças de controle preponderantes são internas. A principal fonte de financiamento das empresas é de origem bancária, ou seja, há um importante papel do mercado de dívidas e títulos neste modelo. Há a forte busca por equilíbrio de interesses entre acionistas, credores, empregados e outras partes externas interessadas. Portanto, o modelo é claramente orientado para os *stakeholders*¹⁴.

A seguir, será detalhada a formação do sistema de governança para um melhor entendimento de toda a estrutura envolvida. O ambiente pode ser subdividido em cinco blocos interligados: propriedade, controle, administração, auditoria e fiscalização (LAMB, 2002).

Com esta visão abrangente, é possível identificar claramente a hierarquia dos órgãos constituídos e de onde emana a estrutura de poder, que dá consistência à governança nas organizações.

Os proprietários e os administradores estabelecem relações com os diversos órgãos que compõem a companhia. Os proprietários exercem seu poder por meio da assembleia geral e do conselho fiscal. Já os administradores estão relacionados com o conselho de administração, comitê de auditoria, auditoria independente, auditoria interna e direção executiva.

Seguindo uma sequência hierárquica, serão analisadas primeiramente as funções do órgão soberano das companhias, a Assembleia Geral, de onde emana o poder que rege o destino da empresa. Depois, serão verificadas as funções do Conselho Fiscal e do Conselho de Administração, cujos titulares são eleitos pelos proprietários controladores. Por fim, as funções da Diretoria Executiva, do Comitê de Auditoria e das Auditorias Internas e Independentes serão mostradas.

¹⁴ Termo criado pelo filósofo Robert Edward Freeman, em 1963, em um memorando interno do Stanford Research Institute, e que significa pessoa ou grupo que possui interesse em determinada empresa. Disponível em: <<http://www.portal-administracao.com/2014/07/stakeholders-significado-classificacao.html>> Acesso em: abr. 2015.

- ❖ Assembleia Geral: órgão soberano da sociedade. Delibera sobre a prestação de contas dos administradores, destino dos resultados, operações de alto impacto e estrutura, emissões e reduções de capital. Reforma estatutos e, principalmente, elege os administradores e o Conselho Fiscal.
- ❖ Conselho Fiscal: fiscaliza os administradores. Acompanha o trabalho dos auditores independentes e denuncia irregularidades, além de analisar as demonstrações financeiras e opinar sobre o relatório anual da administração.
- ❖ Conselho de Administração: órgão guardião dos interesses dos proprietários. Elege e avalia o desempenho da Diretoria Executiva. Define a constituição do Comitê de Auditoria e contrata a Auditoria Independente. Homologa a estratégia de negócios e acompanha a efetivação dos resultados.
- ❖ Diretoria Executiva: executa as diretrizes emanadas pelo Conselho de Administração. Define a estratégia e os planos operacionais, submetendo-os à homologação do Conselho de Administração. Exerce a gestão dos negócios e das áreas funcionais da companhia.
- ❖ Comitê de Auditoria: acompanha e avalia o ambiente de controle (auditoria externa e interna). Identifica e analisa os riscos relevantes para a companhia, além de supervisionar a elaboração dos relatórios financeiros.
- ❖ Auditoria Interna: implanta sistemas de controle e de auditoria, abrangendo todos os processos e rotinas internas. Exige que os relatórios contábeis estejam em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis.
- ❖ Auditoria Independente: audita as demonstrações econômico-financeiras, verificando se cumprem as leis e se refletem a realidade da sociedade.

5.2.2 PRINCÍPIOS E IMPORTÂNCIA

A governança possui determinados valores que a sustentam, amarrando concepções, práticas e processos de alta gestão. Segundo Andrade e Rossetti (2007), quatro são os valores:

- ❖ *Fairness*: caracteriza-se pelo tratamento justo a todos. É o senso de justiça e equidade entre acionistas minoritários e majoritários, inclusive com a participação ativa dos minoritários nas assembleias gerais.

- ❖ *Disclosure*: trata-se da transparência das informações, principalmente as de alta relevância, que impactam nos resultados, oportunidades e riscos. Mais do que a obrigação de informar, é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, e não somente aquelas impostas por disposição legal.
- ❖ *Accountability*: prestação responsável de contas pelos agentes, que assumem integralmente as consequências de seus atos e omissões. Fundamenta-se nas melhores práticas contábeis e de auditoria.
- ❖ *Compliance*: conformidade no cumprimento das normas reguladoras, expressas em estatutos e regimentos internos. Caracteriza-se pelo resguardo e compromisso com os institutos legais do país.

Ao seguir os princípios da governança, a companhia terá muitos benefícios internos e externos: o aprimoramento da gestão e do sistema de tomada de decisão, melhor avaliação de desempenho dos executivos e mais acesso a recursos financeiros, humanos ou tecnológicos. Além disso, haverá uma maior institucionalização e melhoria na imagem da empresa.

Não são poucos os exemplos de fraudes e outros problemas de governança. Em 2001, a falência da companhia de energia estadunidense Enron foi o principal motivador para a *Sarbanes-Oxley*¹⁵. Neste caso, foram descumpridos muitos dos princípios de governança. Além das fraudes contábeis, os conselheiros e diretores venderam suas ações no pico de valorização antes dos problemas serem divulgados ao público. Aliás, os seus pronunciamentos eram de que haveria futuras valorizações nos ativos. Isso ocasionou a falência da empresa, a extinção do auditor externo e a prisão dos executivos envolvidos.

No Brasil, ocorreram falhas contábeis no Banco Panamericano em 2010. Com um rombo em torno de 4 bilhões, toda a alta administração foi trocada e o Fundo Garantidor de Créditos utilizado para cobrir as perdas.

A Sadia, em 2008, teve perdas de aproximadamente 2,5 bilhões de reais em operações com derivativos cambiais. Neste caso, não houve políticas internas para limitar a elevada exposição ao risco. Isso ocasionou a venda da empresa para a

¹⁵ Fonte: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.bmaiscompnet.com.br/arquivos/Principios_Governanca_IBGC.pdf> Acesso em: jun. 2015.

Perdigão e multas aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aos executivos.

Esses exemplos confirmam ainda mais a necessidade da aplicação de regras cada vez mais rígidas de gestão.

5.3 SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM E ÍNDICES DE MERCADO

A BM&FBOVESPA é uma companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação. Ela atua, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes.

Neste ambiente de negociação há diversos segmentos em que as exigências em governança corporativa são gradativamente maiores a cada nível superior. O mais básico é o segmento tradicional, que segue basicamente a legislação vigente, não exigindo qualquer tipo de prática adicional ou diferenciada. Neste mercado são negociadas ações dos tipos ordinárias (ON), preferenciais (PN) e ativos compostos (UNIT).

No Mercado Tradicional não existem regras de percentual mínimo de ações em circulação e distribuições públicas, bem como são facultativas as reuniões públicas anuais e o calendário de eventos corporativos. As demonstrações financeiras seguem a legislação, assim como o conselho de administração, que terá composição mínima de três membros. Também de acordo com a lei, o *Tag Along*¹⁶ é de 80% para ações ON.

Os segmentos especiais de listagem, implantados em dezembro de 2000, foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Dessa forma, com a criação de ambientes mais “estáveis”, a Bolsa contribui fortemente para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Cabe ressaltar que a adesão a um dos níveis diferenciados é voluntária e deve ser feita pela assinatura em contrato específico da companhia aderente, que

¹⁶ Mecanismo de proteção ao acionista minoritário nos casos de mudança no controle da companhia. O percentual é referente, nos casos de venda da empresa, ao valor da ação recebido pelo minoritário em relação ao recebido pelo controlador.

passará a ser fiscalizada pela BM&FBOVESPA de forma específica no cumprimento das exigências do nível. A seguir serão abordados os principais segmentos de listagem.

5.3.1 NÍVEL 1

A criação de um nível inicial de governança torna-se importante, uma vez que aderir aos níveis superiores acarreta práticas mais especializadas e onerosas às companhias. As empresas de pequeno porte não teriam as condições necessárias de satisfazer a todas as exigências.

Companhias listadas nesse segmento oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança em relação à transparência, divulgando maior volume de informações com melhor qualidade. Isso facilitará o acompanhamento da performance.

Assim, as empresas integrantes do Nível 1 assumem compromissos de fornecer informações aos investidores que irão auxiliar na avaliação sobre o valor da empresa (Fonte: BM&FBOVESPA).

Segundo a Bolsa, as principais exigências do nível 1 são as seguintes:

- ❖ Informações adicionais nas Informações Trimestrais (ITR's): além daquilo que a lei exige, a empresa deve incluir, dentre outras informações, as demonstrações financeiras consolidadas, as demonstrações dos fluxos de caixa e os relatórios de revisões especiais emitidos por auditor independente.
- ❖ Informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's): a empresa deve incluir as demonstrações do fluxo de caixa e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, de financiamentos e de investimentos referentes ao exercício encerrado.
- ❖ Informações adicionais nas Informações Anuais (IAN's): como a quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
- ❖ Realizar ao menos uma reunião pública anual, com analistas e outros interessados, para apresentação de resultados e perspectivas futuras.
- ❖ Divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual em que constem os eventos corporativos programados, com a finalidade de facilitar o

acompanhamento das atividades da empresa pelos investidores e demais interessados.

- ❖ Divulgar os termos dos contratos firmados, cujos valores atinjam os fixados no regulamento do Nível 1. Com isso, os acionistas avaliam esses contratos em comparação às condições normais de mercado.
- ❖ Divulgar, mensalmente, quaisquer negociações de emissão da companhia, garantindo transparência aos negócios.
- ❖ Seguir determinadas regras de distribuição pública e dispersão, como manter no mínimo 25% de *free-float*¹⁷, melhorando a liquidez e pulverização das ações da empresa.

Quadro 1: Empresas Listadas no Nível 1

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
BCO PAN S.A.	BANCO PAN
BCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BRADSPAR S.A.	BRADSPAR
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CIA FIAÇÃO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA ESTADUAL DE DISTRIB. ENER. ELÉT. – CEEE-D	CEEE-D
CIA ESTADUAL GER. TRANS. ENER. ELÉT. – CEEE-GT	CEEE-GT
CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	CEMIG
CESP – CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	CESP
CIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	COPEL
CENTRAIS ELÉT. BRAS. S.A. – ELETROBRÁS	ELETROBRÁS
EUCATEX S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	EUCATEX
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA	FERBASA
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
METALÚRGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET

¹⁷ Quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado.

INEPPAR S.A. INDÚSTRIA E CONSTRUÇÕES	INEPAR
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAÚ S.A.	ITAUSA
ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A.	ITAÚUNIBANCO
OI S.A.	OI
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	P. ACUCAR-CBD
PARANA BCO S.A.	PARANA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES	RANDON PART
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
CTEEP – CIA TRANSMISSÃO ENER. ELÉT. PAULISTA	TRAN PAULIST
USINAS SID. DE MINAS GERAIS S.A. – USIMINAS	USIMINAS
VALE S.A.	VALE

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=N1&Idioma=pt-br>> Acesso em: abr. 2015.

5.3.2 NÍVEL 2

Em comparação com o Nível 1, possui regras de transparência mais rígidas; porém, ainda permite que as empresas mantenham ações preferenciais.

A Companhia Nível 2 é aquela que se compromete com a melhoria na prestação de informações ao mercado, com a dispersão acionária e, adicionalmente, com a adoção de um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários. Tudo isso contribuirá para levar uma maior credibilidade ao mercado acionário.

Dentre os requisitos para a listagem no Nível 2, os mais relevantes são os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Caso a companhia tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto restrito a essas ações em algumas situações, como na transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia.

Além das práticas de governança corporativa já previstas no Nível 1, serão impostos, entre outros, os seguintes requisitos para as empresas que aderirem ao Nível 2:

- ❖ Padrões Internacionais: elaborar as demonstrações financeiras de acordo com o padrão internacional, como a IASC (*International Accounting Standards*

Committee) ou US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States*).

- ❖ *Tag Along*: em caso de venda do controle acionário, estender a oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias com o mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. Já para os detentores de ações preferenciais, é garantido pagamento de no mínimo 80% do valor das ações ordinárias.
- ❖ Conselho de Administração formado por no mínimo cinco membros (diferente do que ocorre no Nível 1 e no segmento tradicional em que o mínimo do conselho é de três membros). Além disso, destes cinco pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até dois anos.
- ❖ Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado, à qual serão submetidos todos os conflitos que possam surgir da aplicação dos dispositivos legais e das relações entre acionistas, conselhos e direção.

Quadro 2: Empresas Listadas no Nível 2

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	ALUPAR
CENTRAIS ELÉT. DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	CONTAX
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
ELETROPAULO METROP. ELÉT. SÃO PAULO S.A.	ELETROPAULO
FORJAS TAURUS S.A.	FORJA TAURUS
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN – EMPREEND. IMOBILIÁRIOS S.A.	MULTIPLAN
BCO PINE S.A.	PINE
RENOVA ENERGIA S.A.	RENOVA
SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
BCO SOFISA S.A.	SOFISA

SUL AMÉRICA S.A.	SUL AMÉRICA
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TAESA
VIA VAREJO S.A.	VIAVAREJO

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=N2&Idioma=pt-br>> Acesso em: abr. 2015.

5.3.3 NOVO MERCADO

O Novo Mercado inaugurou uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado tomou a liderança no processo de promover reformas (CARVALHO, 2007).

Embora bastante semelhante aos níveis anteriores, ele é mais voltado para as empresas que venham a abrir o capital, mediante distribuição pública mínima de R\$ 10 milhões. No entanto, empresas de capital aberto que tenham ações preferenciais e que possam convertê-las em ordinárias podem ingressar normalmente no Novo Mercado.

A Bolsa assumirá a tarefa de supervisionar e garantir a execução das normas e regras estipuladas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado e Níveis Diferenciados de governança corporativa (PINHEIRO, 2014).

Além dos requisitos já citados nos níveis 1 e 2, acrescentam-se:

- ❖ 100% de ações ordinárias: a empresa deve ter em circulação e emitir apenas ações que dão a todos os acionistas o direito ao voto.
- ❖ *Tag Along*: em caso de venda do controle acionário, será estendida a todos a mesma oferta de compra.

Quadro 3: Empresas Listadas no Novo Mercado

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	ABRIL EDUCA
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.	ALIANSCE
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	ANIMA
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	AREZZO CO
ARTERIS S.A.	ARTERIS

B2W – COMPANHIA DIGITAL	B2W DIGITAL
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	BBSEGURIDADE
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BHG S.A. – BRAZIL HOSPITALITY GROUP	BHG
BIOSEV S.A.	BIOSEV
BM&FBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BMFBOVESPA
BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR BROKERS
BRASIL INSURANCE PART. E ADM. S.A.	BR INSURANCE
BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.	BR MALLS PAR
BRASIL PHARMA S.A.	BR PHARMA
BR PROPERTIES S.A.	BR PROPERT
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BRASILAGRO – CIA BRAS. DE PROP. AGRÍCOLAS	BRASILAGRO
BRF S.A.	BRF S.A.
CCR S.A.	CCR S.A.
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	CCX CARVÃO
CETIP S.A. – MERCADOS ORGANIZADOS	CETIP
CIA HERING	CIA HERING
CIELO S.A.	CIELO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS – COPASA MG	COPASA
COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	COSAN
COSAN LOGÍSTICA S.A.	COSAN LOG
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	CPFL RENOVAV
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	CR2
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	CVC BRASIL
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND. E PART.	CYRELA REALT
DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A.	DASA
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	DIRECIONAL
DURATEX S.A.	DURATEX
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECORODOVIAS
EMBRAER S.A.	EMBRAER
EDP – ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR

ENEVA S.A.	ENEVA
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBRIA
FLEURY S.A.	FLEURY
GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	HRT PETROLEO
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A.	IGUATEMI
INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTAÇÃO S.A.	IMC S/A
INDÚSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	JHSF PART
JSL S.A.	JSL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LINX S.A.	LINX
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LOCAMERICA
LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
MARISA LOJAS S.A.	LOJAS MARISA
LOJAS RENNER S.A.	LOJAS RENNER
LPS BRASIL – CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A.	LOPES BRASIL
LUPATECH S.A.	LUPATECH
M. DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	M.DIASBRANCO

MAGAZINE LUIZA S.A.	MAGAZ LUIZA
MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A.	MAGNESITA S.A.
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	MARFRIG
MAHLE-METAL LEVE S.A.	METAL LEVE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	MILLS
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	MMX MINER
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	MRV
MULTIPLUS S.A.	MULTIPLUS
NATURA COSMÉTICOS S.A.	NATURA
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	OGX PETROLEO
OSX BRASIL S.A.	OSX BRASIL
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A.	OUROFINO S/A
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
PDG REALTY S.A. EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES	PDG REALT
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMÁTICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB. PROD. FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO	PROVIDENCIA
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	PRUMO
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	QGEP PART
QUALICORP S.A.	QUALICORP
RAIA DROGASIL S.A.	RAIADROGASIL
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
RUMO LOGÍSTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	RUMO LOG
CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO	SABESP
SÃO CARLOS EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A.	SÃO CARLOS
SÃO MARTINHO S.A.	SÃO MARTINHO
SER EDUCACIONAL S.A.	SER EDUCA
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	SIERRABRASIL

SLC AGRÍCOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SMILES S.A.	SMILES
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	SPRINGS
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	TARPON INV
TECHNOS S.A.	TECHNOS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A.	TEMPO PART
TEREOS INTERNACIONAL S.A.	TEREOS
TIM PARTICIPAÇÕES S.A.	TIM PART S/A
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	TIME FOR FUN
TOTVS S.A.	TOTVS
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
TPI – TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TUPY S.A.	TUPY
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	ULTRAPAR
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A	UNICASA
VANGUARDA AGRO S.A.	V-AGRO
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	VALID
VIGOR ALIMENTOS S.A.	VIGOR FOOD
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	VIVER
WEG S.A.	WEG

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=NM&Idioma=pt-br> > Acesso em: abr. 2015.

5.3.4 BOVESPA MAIS

Para contribuir com o desenvolvimento do mercado de ações foi criado o Bovespa Mais. Ele destina-se às empresas que desejam ingressar gradualmente no mercado de capitais. O objetivo é fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas, ao mesmo tempo em que a expõe na vitrine do mercado.

Este é um segmento incentivador, pois as empresas podem ser listadas e têm até sete anos para realizar o IPO¹⁸ (Oferta Pública Inicial). Além disso, há isenção da taxa de registro e desconto na taxa de manutenção de listagem, sendo que o primeiro ano é de total isenção.

Em convênio firmado com a APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), as empresas serão analisadas por duas instituições indicadas, que elaborarão relatórios de *research*¹⁹.

Embora haja muitos incentivos para as companhias que ingressam neste segmento, elas devem se comprometer com elevados padrões de governança corporativa, como, por exemplo, 100% das ações ordinárias. Mesmo que não seja obrigatório, a tendência é que acabem naturalmente migrando para o Novo Mercado, tendo em vista as semelhanças das práticas exigidas.

Quadro 4: Empresas Listadas no Bovespa Mais

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	ALTUS S/A
BIOMM S.A.	BIOMM
CIA ÁGUAS DO BRASIL – CAB AMBIENTAL	CABAMBIENTAL
DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	DESENVIX
JP PARTICIPAÇÕES S.A.	LFPARTICIP
NORTEC QUÍMICA S.A.	NORTCQUIMICA
NUTRIPLANT INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	NUTRIPLANT
QUALITY SOFTWARE S.A.	QUALITY SOFT
SENIOR SOLUTION S.A.	SENIOR SOL

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=BM&Idioma=pt-br>> Acesso em: abr. 2015.

Na mesma perspectiva, foi criado, em 2014, o Bovespa Mais Nível 2, que possui como grande diferencial a possibilidade de emissão de ações preferenciais. Este novo segmento tem o mesmo objetivo do seu antecessor: facilitar o acesso e

¹⁸ Sigla, em inglês, de *Initial Public Offering*.

¹⁹ Nos relatórios em questão a empresa conveniada é analisada e recebe o resultado para aperfeiçoamento.

promover o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. Embora haja a possibilidade de listagem sem a exigência mínima de ações em circulação, após sete anos no mínimo 25% dos ativos terão que estar disponíveis no mercado.

No Bovespa Mais Nível 2, devido às suas características e à possibilidade de manter ações preferenciais, a tendência é que as empresas migrem para o Nível 2 de governança corporativa, mas nada impede que sejam inseridas no novo mercado se para isso se adequarem.

Até maio de 2015, quando foi feita a última consulta a este segmento, não havia empresas listadas.

5.3.5 ÍNDICES DE MERCADO

Um índice de ações é um indicador de desempenho de uma carteira teórica formada por ações. A BM&FBOVESPA coleta uma série de informações sobre os negócios realizados em cada pregão e elabora índices que representarão o mercado ou um determinado setor.

Considerados “termômetros”, os índices podem indicar em qual situação o mercado se encontra ou qual direção irá tomar.

Neste trabalho, serão analisados dois índices: o Ibovespa, que representa o mercado de ações como um todo; e o IGCX que representa o segmento diferenciado de governança corporativa.

Principal índice da Bolsa, o Ibovespa tem o objetivo de ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Para ingressar no índice, o ativo deve seguir os critérios a seguir:

- ❖ Estar entre os ativos elegíveis que representem em conjunto 85% do somatório total do Índice de Negociabilidade (IN), em ordem decrescente, na vigência das três carteiras anteriores;
- ❖ Presença em pregão de 95% no período de vigência das três carteiras anteriores;
- ❖ Ter volume financeiro maior ou igual a 0,1% no mercado à vista no período de vigência das três carteiras anteriores;

- ❖ Não ser classificada como *Penny Stock*²⁰;
- ❖ Não estar em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra situação especial.

Quadro 5: Composição da Carteira Ibovespa

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ABEV3	AMBEV S/A	ON	3.608.712.145	7,378
BBAS3	BRASIL	ON NM	828.582.888	2,381
BBDC3	BRADESCO	ON N1	458.568.908	1,487
BBDC4	BRADESCO	PN N1	2.431.329.422	8,44
BBSE3	BBSEGURIDADE	ON NM	675.000.000	2,568
BRAP4	BRADESPAR	PN EDJ N1	222.476.686	0,289
BRFS3	BRF AS	ON NM	557.128.268	3,873
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	264.665.622	0,36
BRML3	BR MALLS PAR	ON ED NM	459.540.434	0,791
BRPR3	BR PROPERT	ON ED NM	298.228.434	0,331
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	1.797.987.343	2,409
CCRO3	CCR AS	ON NM	861.282.756	1,543
CESP6	CESP	PNB ED N1	181.791.331	0,373
CIEL3	CIELO	ON NM	772.547.017	3,498
CMIG4	CEMIG	PN ED N1	758.933.452	1,155
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON EB NM	302.642.915	0,649
CPL6	COPEL	PNB ED N1	100.948.359	0,37
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	378.068.610	1,122
CSAN3	COSAN	ON ED NM	132.898.602	0,419
CSNA3	SID NACIONAL	ON	702.056.615	0,612
CTIP3	CETIP	ON ED NM	253.362.984	0,945
CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	250.463.857	0,317
DTEX3	DURATEX	ON NM	261.597.936	0,24
ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	198.534.559	0,19
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	223.455.547	0,176
ELET6	ELETROBRAS	PNB EJ N1	219.731.566	0,208
EMBR3	EMBRAER	ON ED NM	734.970.461	1,864
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	232.602.924	0,287
ESTC3	ESTACIO PART	ON ED NM	274.067.082	0,538
FIBR3	FIBRIA	ON NM	222.307.680	1,014
GFA3	GAFISA	ON NM	365.371.997	0,11
GGBR4	GERDAU	PN N1	876.090.759	0,95
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	268.577.413	0,285
GOLL4	GOL	PN N2	105.770.630	0,087
HGTX3	CIA HERING	ON ED NM	127.537.447	0,241
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	371.533.847	0,797

²⁰ São ações cuja cotação está abaixo de R\$ 1,00.

ITSA4	ITAUSA	PN N1	3.115.466.017	3,568
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN ED N1	2.680.430.933	11,144
JBSS3	JBS	ON ED NM	1.653.729.368	2,744
KLBN11	KLABIN S/A	UNT N2	382.961.180	0,764
KROT3	KROTON	ON NM	1.349.648.918	1,603
LAME4	LOJAS AMERIC	PN	428.103.759	0,775
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	126.711.043	1,437
MRFG3	MARFRIG	ON NM	346.968.736	0,159
MRVE3	MRV	ON ED NM	272.744.763	0,231
MULT3	MULTIPLAN	ON ED N2	75.442.416	0,432
NATU3	NATURA	ON NM	168.827.352	0,525
OIBR4	OI	PN N1	323.368.383	0,197
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN ED N1	155.497.607	1,712
PETR3	PETROBRAS	ON	2.708.485.740	4,166
PETR4	PETROBRAS	PN	4.037.414.651	5,687
POMO4	MARCOPOLO	PN N2	538.014.578	0,161
QUAL3	QUALICORP	ON ED NM	218.349.295	0,575
RENT3	LOCALIZA	ON ED NM	149.142.340	0,562
RUMO3	RUMO LOG	ON NM	1.237.835.430	0,174
SANB11	SANTANDER BR	UNT	400.076.102	0,703
SBSP3	SABESP	ON NM	339.985.611	0,653
SMLE3	SMILES	ON NM	56.172.745	0,309
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA ED N1	461.173.399	0,745
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	203.919.927	0,786
TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	807.753.067	0,841
UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	341.884.973	2,559
USIM5	USIMINAS	PNA ED N1	481.427.177	0,31
VALE3	VALE	ON N1	1.262.807.257	3,088
VALE5	VALE	PNA N1	1.878.758.554	3,681
VIVT4	TELEF BRASIL	PN	261.308.985	1,41
Quantidade Teórica Total			47.243.776.802	100
Redutor			16.475.183,87	

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=lbovespa&idioma=pt-br>> Acesso em: mai. 2015.

O Índice de Governança Corporativa foi criado pela BM&FBOVESPA com o objetivo de mensurar o desempenho de uma carteira teórica composta por ações que apresentem elevados níveis de governança corporativa.

Com o código na Bolsa de IGEX – Índice de Governança Corporativa Diferenciada, o índice possui os seguintes critérios de inclusão:

- ❖ As ações devem fazer parte do Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1 de governança;

- ❖ Nas recomposições quadrimestrais, as ações devem ter presença em pregão de 50% na vigência das três carteiras anteriores ou em seu período de listagem, se inferior;
- ❖ Não ser classificada como *Penny Stock*;
- ❖ Durante a vigência da carteira, as ações de novas empresas serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação. Já as ações de empresas negociadas na bolsa serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 ou 1.

Há critérios de ponderação, para que o índice reflita a realidade de mercado e não seja influenciado por determinada companhia. Assim, os ativos serão ponderados pelo valor de mercado do *free-float* e multiplicados por um fator de governança: 2 (dois) para ativos do Novo Mercado; 1,5 (um e meio) para os do Nível 2 e 1 (um) para os do nível 1. Importante ressaltar que a participação dos ativos de uma empresa não poderá exceder a 20% dentro do índice.

Ativos que não seguirem determinadas regras poderão ser retirados do Índice de Governança Corporativa. A seguir, os critérios de exclusão:

- ❖ Deixarem de atender a qualquer um dos critérios de inclusão anteriormente citados;
- ❖ Deixarem de ser listados em qualquer dos níveis diferenciados de governança;
- ❖ Companhia em situação especial: recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou qualquer outra hipótese definida pela BM&FBOVESPA.

Quadro 6: Composição da Carteira IGCX

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ABCB4	ABC BRASIL	PN N2	74.738.224	0,07
ABRE3	ABRIL EDUCA	ON ED NM	280.439.980	0,25
AGRO3	BRASILAGRO	ON NM	56.150.000	0,038
ALPA3	ALPARGATAS	ON N1	31.830.113	0,021
ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	166.360.273	0,119
ALSC3	ALIANSC	ON ED NM	152.739.148	0,182
ALUP11	ALUPAR	UNT N2	110.450.400	0,148
AMAR3	LOJAS MARISA	ON ED NM	93.969.528	0,099
ANIM3	ANIMA	ON NM	69.495.070	0,102
ARTR3	ARTERIS	ON NM	211.762.270	0,126
ARZZ3	AREZZO CO	ON ED NM	83.470.958	0,148

BBAS3	BRASIL	ON NM	1.657.165.776	3,193
BBDC3	BRADESCO	ON N1	663.958.238	1,444
BBDC4	BRADESCO	PN N1	2.431.329.422	5,66
BBRK3	BR BROKERS	ON NM	379.522.392	0,076
BBSE3	BBSEGURIDADE	ON NM	1.350.000.000	3,444
BEEF3	MINERVA	ON NM	195.688.062	0,124
BEMA3	BEMATECH	ON NM	82.363.624	0,058
BICB4	BICBANCO	PN N1	61.204.363	0,033
BPAN4	BANCO PAN	PN N1	179.246.347	0,022
BRAP3	BRADESPAR	ON EDJ N1	26.547.221	0,02
BRAP4	BRADESPAR	PN EDJ N1	222.476.686	0,194
BRFS3	BRF SA	ON NM	1.664.333.138	7,758
BRIN3	BR INSURANCE	ON ED NM	144.055.806	0,019
BRKM3	BRASKEM	ON N1	225.334.029	0,157
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	264.665.622	0,241
BRML3	BR MALLS PAR	ON ED NM	919.080.868	1,061
BRPR3	BR PROPERT	ON ED NM	596.456.868	0,444
BRSR6	BANRISUL	PNB ED N1	174.314.674	0,147
BSEV3	BIOSEV	ON NM	121.912.930	0,044
BTOW3	B2W DIGITAL	ON NM	116.395.984	0,231
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	3.595.974.686	3,23
CARD3	CSU CARDSYST	ON NM	29.910.486	0,006
CCPR3	CYRE COM-CCP	ON ED NM	43.861.072	0,035
CCRO3	CCR SA	ON NM	1.722.565.512	2,07
CESP3	CESP	ON ED N1	5.128.746	0,006
CESP6	CESP	PNB ED N1	181.791.331	0,25
CIEL3	CIELO	ON NM	1.545.094.034	4,69
CLSC4	CELESC	PN ED N2	34.215.208	0,042
CMIG3	CEMIG	ON ED N1	206.349.900	0,21
CMIG4	CEMIG	PN ED N1	758.933.452	0,774
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON EB NM	605.285.830	0,871
CPLE3	COPEL	ON ED N1	21.703.707	0,036
CPLE6	COPEL	PNB ED N1	100.948.359	0,248
CPRE3	CPFL RENOVAV	ON NM	423.170.340	0,397
CRDE3	CR2	ON ER NM	74.911.280	0,013
CSAN3	COSAN	ON ED NM	265.797.204	0,562
CSMG3	COPASA	ON NM	116.273.356	0,153
CTAX11	CONTAX	UNT ED N2	76.033.399	0,041
CTIP3	CETIP	ON ED NM	506.725.968	1,267
CVCB3	CVC BRASIL	ON NM	72.959.670	0,092
CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	500.927.714	0,425
DASA3	DASA	ON ED NM	157.617.002	0,114
DAYC4	DAYCOVAL	PN N2	92.969.527	0,054
DIRR3	DIRECIONAL	ON ED NM	157.201.786	0,073
DTEX3	DURATEX	ON NM	523.195.872	0,322
ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	397.069.118	0,255

ELET3	ELETOBRAS	ON N1	223.455.547	0,118
ELET6	ELETOBRAS	PNB EJ N1	219.731.566	0,139
ELPL4	ELETROPAULO	PN N2	139.956.990	0,11
EMBR3	EMBRAER	ON ED NM	1.469.940.922	2,5
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	465.205.848	0,386
EQTL3	EQUATORIAL	ON NM	305.858.412	0,709
ESTC3	ESTACIO PART	ON ED NM	548.134.164	0,722
ETER3	ETERNIT	ON NM	302.795.308	0,07
EUCA4	EUCATEX	PN N1	58.479.269	0,015
EVEN3	EVEN	ON ED NM	420.615.476	0,143
EZTC3	EZTEC	ON EDB NM	104.949.304	0,128
FESA4	FERBASA	PN ED N1	43.462.804	0,025
FHER3	FER HERINGER	ON NM	31.253.924	0,008
FIBR3	FIBRIA	ON NM	444.615.360	1,36
FJTA3	FORJA TAURUS	ON ES N2	20.015.365	0,004
FJTA4	FORJA TAURUS	PN ES N2	11.381.575	0,002
FLRY3	FLEURY	ON NM	124.815.012	0,148
FRAS3	FRAS-LE	ON N1	63.683.294	0,015
GFSA3	GAFISA	ON NM	730.743.994	0,148
GGBR3	GERDAU	ON N1	100.345.473	0,057
GGBR4	GERDAU	PN N1	876.090.759	0,637
GOAU3	GERDAU MET	ON N1	47.566.704	0,029
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	268.577.413	0,191
GOLL4	GOL	PN N2	158.655.945	0,087
GRND3	GRENDENE	ON ED NM	158.119.844	0,206
GSHP3	GENERALSHOPP	ON NM	40.938.200	0,016
HBOR3	HELBOR	ON ED NM	212.916.712	0,049
HGTX3	CIA HERING	ON ED NM	255.074.894	0,323
H RTP3	HRT PETROLEO	ON NM	59.415.898	0,02
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	743.067.694	1,069
IDNT3	IDEIASNET	ON NM	239.746.660	0,018
IDVL4	INDUSVAL	PN N2	44.288.442	0,007
IGTA3	IGUATEMI	ON ED NM	168.078.168	0,328
ITSA3	ITAUSA	ON N1	911.831.531	0,691
ITSA4	ITAUSA	PN N1	3.115.466.017	2,393
ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON ED N1	261.482.468	0,656
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN ED N1	2.680.430.933	7,472
JBSS3	JBS	ON ED NM	3.307.458.736	3,68
JHSF3	JHSF PART	ON NM	217.551.138	0,03
JSLG3	JSL	ON ED NM	119.925.096	0,101
KLBN11	KLABIN S/A	UNT N2	574.441.770	0,768
KROT3	KROTON	ON NM	2.699.297.836	2,149
LCAM3	LOCAMERICA	ON NM	68.978.960	0,018
LEVE3	METAL LEVE	ON EDJ NM	76.854.006	0,113
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	195.258.950	0,252
LINX3	LINX	ON NM	64.282.052	0,207

LLIS3	LE LIS BLANC	ON NM	225.597.366	0,145
LOGN3	LOG-IN	ON NM	170.880.030	0,037
LPSB3	LOPES BRASIL	ON NM	175.131.836	0,072
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	253.422.086	1,927
MAGG3	MAGNESITA SA	ON NM	336.187.578	0,072
MDIA3	M.DIASBRANCO	ON NM	57.819.794	0,362
MEAL3	IMC S/A	ON NM	100.503.578	0,055
MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON ED NM	108.148.868	0,039
MILS3	MILLS	ON NM	158.565.858	0,084
MPLU3	MULTIPLUS	ON NM	88.100.646	0,214
MFRG3	MARFRIG	ON NM	693.937.472	0,213
MRVE3	MRV	ON ED NM	545.489.526	0,31
MULT3	MULTIPLAN	ON ED N2	113.163.624	0,434
MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	141.564.948	0,113
NATU3	NATURA	ON NM	337.654.704	0,704
ODPV3	ODONTOPREV	ON ED NM	527.172.664	0,396
OFSA3	OUROFINO S/A	ON ED NM	45.340.694	0,094
OIBR3	OI	ON N1	123.838.269	0,051
OIBR4	OI	PN N1	323.368.383	0,132
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN ED N1	155.497.607	1,148
PFRM3	PROFARMA	ON NM	41.200.024	0,024
PINE4	PINE	PN N2	43.391.145	0,016
PMAM3	PARANAPANEMA	ON NM	637.912.268	0,178
POMO3	MARCOPOLO	ON N2	172.711.554	0,029
POMO4	MARCOPOLO	PN N2	807.021.867	0,162
POS3	POSITIVO INF	ON ED NM	46.272.596	0,007
PRBC4	PARANA	PN N1	21.728.772	0,018
PRVI3	PROVIDENCIA	ON NM	46.007.508	0,028
PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	188.644.296	0,515
PTBL3	PORTOBELLO	ON ED NM	145.676.742	0,034
QGEP3	QGEP PART	ON NM	143.155.218	0,075
QUAL3	QUALICORP	ON ED NM	436.698.590	0,77
RADL3	RAIADROGASIL	ON NM	390.307.478	0,966
RAPT3	RANDON PART	ON N1	21.916.683	0,005
RAPT4	RANDON PART	PN N1	153.350.054	0,044
RDNI3	RODOBENSIMOB	ON ED NM	43.236.450	0,023
RENT3	LOCALIZA	ON ED NM	298.284.680	0,754
RLOG3	COSAN LOG	ON ED NM	304.265.452	0,052
RNAR3	RENAR	ON ES NM	9.518.006	0,003
RNEW11	RENOVA	UNT N2	60.338.236	0,166
ROMI3	INDS ROMI	ON NM	71.493.064	0,012
RSID3	ROSSI RESID	ON NM	148.217.532	0,025
RUMO3	RUMO LOG	ON NM	2.475.670.860	0,233
SBSP3	SABESP	ON NM	679.971.222	0,876
SCAR3	SAO CARLOS	ON ED NM	52.461.038	0,122
SEER3	SER EDUCA	ON NM	73.389.004	0,078

SFSA4	SOFISA	PN N2	39.731.266	0,007
SHOW3	TIME FOR FUN	ON NM	76.098.280	0,015
SLCE3	SLC AGRICOLA	ON ED NM	96.079.278	0,121
SLED4	SARAIVA LIVR	PN N2	27.660.006	0,01
SMLE3	SMILES	ON NM	112.345.490	0,414
SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	88.916.074	0,247
SSBR3	SIERRABRASIL	ON ED NM	43.330.746	0,064
STBP11	SANTOS BRP	UNT N2	61.391.722	0,05
SULA11	SUL AMERICA	UNT ED N2	359.504.982	0,37
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA ED N1	461.173.399	0,499
TAEE11	TAESA	UNT ED N2	140.169.816	0,201
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	407.839.854	1,054
TCSA3	TECNISA	ON ED NM	152.801.302	0,043
TECN3	TECHNOS	ON NM	131.200.988	0,055
TEMP3	TEMPO PART	ON ED NM	295.045.990	0,064
TGMA3	TEGMA	ON NM	47.475.942	0,052
TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	1.615.506.134	1,128
TOTS3	TOTVS	ON NM	266.495.596	0,671
TPIS3	TRIUNFO PART	ON ED NM	147.437.150	0,041
TRIS3	TRISUL	ON ED NM	62.818.406	0,014
TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	88.176.032	0,271
TRPN3	TARPON INV	ON NM	35.212.150	0,023
TUPY3	TUPY	ON NM	126.325.352	0,156
UCAS3	UNICASA	ON NM	57.264.866	0,009
UGPA3	ULTRAPAR	ON NM	1.088.288.274	5,462
USIM3	USIMINAS	ON ED N1	173.356.454	0,211
USIM5	USIMINAS	PNA ED N1	481.427.177	0,208
VALE3	VALE	ON N1	1.262.807.257	2,07
VALE5	VALE	PNA N1	1.878.758.554	2,468
VLID3	VALID	ON NM	108.758.288	0,369
VVAR11	VIAVAREJO	UNT ED N2	191.939.916	0,263
WEGE3	WEG	ON NM	1.137.727.852	1,322
Quantidade Teórica Total			71.876.599.469	100
Redutor			160.729.002,42	

Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=IGC&idioma=pt-br>> Acesso em: mai. 2015.

5.4 DESEMPENHO E RISCO

Observar um investimento apenas pelos seus resultados passados não é o suficiente para a tomada de decisão. No entanto, não há como saber com certeza os

retornos futuros. Então, deve-se avaliar um investimento por meio da relação “risco x retorno”. Essa relação é de suma importância no mercado financeiro, e a busca pelo ponto de equilíbrio é a peça chave do sucesso nos investimentos.

Visualizar historicamente uma carteira é uma ferramenta valiosa. Pode-se examinar o desempenho acumulado em relação ao *benchmark*, medir as oscilações na qual a carteira ficou exposta e identificar setores ou ativos que mais contribuíram para os retornos acumulados.

Há indicadores que ajudam a avaliar um ativo em cima de seus retornos históricos, suas oscilações frente ao mercado, ou em comparação a outro ativo. A seguir veremos essas ferramentas de análise.

5.4.1 VALUE AT RISK (VaR)

O valor em risco é um método para avaliar o risco em operações financeiras. É uma medida extremamente importante, e que, segundo Jorion (2003), irá mostrar ao investidor qual a pior perda esperada em um determinado período de tempo e nível de confiança. Ainda segundo o autor, essa medida foi desenvolvida para lidar com o risco de mercado.

Em uma carteira com múltiplos ativos, o VaR dependerá dos retornos históricos da carteira como um todo e do desvio padrão desses retornos, que pode ser entendido como o risco da carteira. Este conceito está ligado a Teoria de Portfólio de Markowitz, em que, partindo do pressuposto que os investidores são racionais, eles sempre irão buscar a carteira eficiente, de acordo com as suas aversões ao risco.

Muitas são as técnicas para calcular o valor em risco, como o VaR Paramétrico, Simulação Histórica e Simulação de Monte Carlo. A primeira técnica citada é a mais utilizada pelos grandes fundos de investimento e engloba uma série de variáveis estatísticas e econométricas. As duas técnicas seguintes são fáceis de serem aplicadas pelo investidor, necessitando basicamente de um histórico de cotações confiável e extenso, pois quanto maior a amostra, mais confiável é o resultado.

O método Delta-Normal é um dos métodos mais simples de aplicação do VaR e foi o utilizado neste trabalho. O modelo pressupõe que os retornos dos fatores de risco possuem distribuição normal. Desta forma, basta multiplicar o nível de

confiança desejado pelo desvio padrão dos retornos da carteira. Habitualmente, são utilizados níveis de confiança de 95%, 97,5% ou 99%.

Com o objetivo de validar o modelo de VaR utilizado, aplica-se um teste chamado de *Backtesting*. Neste trabalho ele foi aplicado com o auxílio da planilha eletrônica e uma função lógica que contabiliza 1 fator a cada vez que a perda ultrapassar o VaR. Os fatores representam os dias em que as perdas foram superiores ao valor máximo estabelecido. Para o modelo ser considerado válido, o número de fatores não pode ultrapassar o que foi estabelecido no nível de significância.

5.4.2 ÍNDICE DE SHARPE

Criado por William Sharpe em 1966, este indicador avalia, além do retorno, o risco de um investimento.

De acordo com Vilella (2002), este índice, o mais utilizado na avaliação de fundos de investimento, é uma medida de desempenho de rentabilidade ajustada pelo risco total da carteira.

Portanto, é fundamental para mensurar o quanto de retorno excedente em relação a um ativo livre de risco é compensado através do seu nível de volatilidade.

Quanto maior o resultado do índice, melhor é o desempenho e a fórmula para obtenção do Sharpe de uma carteira é:

$$\text{Índice de Sharpe (IS)} = \frac{R_m - R_f}{\sigma_{R_m}}, \text{ onde}$$

R_m = Retorno de uma carteira constituída por ativos com risco;

R_f = Retorno de um ativo livre de risco;

$\sigma(R_m)$ = Desvio padrão dos retornos da carteira.

Segundo Assaf Neto (2012), o Sharpe é um indicador da eficiência dos investimentos, em que carteiras com maior risco devem apresentar um prêmio por esse risco assumido.

O Sharpe Generalizado é uma variação que adiciona o desvio padrão dos retornos do ativo livre de risco à fórmula do Sharpe. Dessa maneira, aproximamos o

índice de sua definição na prática, uma vez que a ponderação agora se dá entre a rentabilidade extra, o prêmio de risco, e o risco a mais que se corre para conseguir tal vantagem²¹.

$$\text{Índice de Sharpe Generalizado (ISg)} = \frac{R_m - R_f}{\sigma_{R_m - R_f}}, \text{ onde}$$

R_m = Retorno de uma carteira constituída por ativos com risco;

R_f = Retorno de um ativo livre de risco;

$\sigma(R_m)$ = Desvio padrão dos retornos da carteira;

$\sigma(R_f)$ = Desvio padrão dos retornos do ativo livre de risco.

5.4.3 ÍNDICE DE TREYNOR

Baseado no *Capital Asset Price Model* (CAPM), o Índice de Treynor mede o retorno em excesso em relação a um ativo livre de risco descontando seu risco não diversificável, conhecido como risco sistemático e que é medido pelo Índice Beta da carteira.

$$\text{Índice de Treynor (T)} = \frac{R_m - R_f}{\beta_m}, \text{ onde}$$

R_m = Retorno de uma carteira constituída por ativos com risco;

R_f = Retorno de um ativo livre de risco;

β_m = Beta da carteira em relação ao ativo livre de risco.

5.4.4 ÍNDICE BETA

Segundo Damodaran (2004), os Betas são um conjunto de dados necessários para operar com os modelos de risco e retorno na prática. Além disso, são importantes indicadores que permitem diferenciar ativos defensivos de ativos mais agressivos. Então, pode-se calcular o Beta de uma carteira teórica, evidenciando o seu perfil frente às oscilações de mercado.

²¹ Fonte disponível em: <<http://www.confiancainvestimentos.com/blog/77-indice-de-sharpe>> Acesso em: jun. 2015.

Em épocas de crise, por exemplo, é preferível ter ativos com Betas defensivos na carteira; já em tempos de crescimento do mercado, entretanto, deve-se aumentar o número de ativos agressivos para melhorar o retorno da carteira.

Portanto, o Índice Beta permite separar o nível de risco dos ativos. Também permite estimar, utilizando dados passados, o possível comportamento do preço de uma ação no futuro²². Como se pode ver no quadro 7, a ação será classificada de acordo com uma escala que vai de -1 a 1.

Quadro 7: Categorias do Índice Beta

Ativo Defensivo	Beta < 1
Ativo Neutro	Beta = 1
Ativo Agressivo	Beta > 1

Fonte: Elaborado pelo autor

Como o Beta é a relação entre a variação do retorno de um ativo e o mercado, pode ser calculado pela fórmula:

$$\text{Índice Beta } (\beta_a) = \frac{\text{Covariância } (R_a - R_p)}{\text{Variância } (R_p)}, \text{ onde}$$

R_a = Retorno do ativo;

R_p = Retorno do portfólio ou do mercado.

²² Fonte disponível em: <<http://seugiadeinvestimentos.com.br/o-indice-beta-o-que-e-e-para-que-serve/>> Acesso em: jun. 2015.

6 METODOLOGIA

A pesquisa em nível descritivo é aquela que descreve as características da população estudada e estabelece relações entre elas.

Segundo Gil (2008), o método comparativo procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, com vistas a ressaltar as diferenças e similaridades entre eles.

Segundo Vergara (2007), a área a ser pesquisada na investigação exploratória possui pouco conhecimento acumulado.

O presente trabalho utiliza o método comparativo e desenvolve-se em nível descritivo e exploratório. Descritivo, porque irá discorrer a respeito dos retornos e dos riscos das alternativas de investimento, e exploratório, pois serão utilizados dados divulgados no mercado pela bolsa de valores e órgãos reguladores.

É uma pesquisa *ex-post-facto*, que é definida como uma investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes, porque já ocorreram suas manifestações ou porque são intrinsecamente não manipuláveis (GIL, 2008).

Foram utilizados dados estatísticos, o que também caracteriza esta pesquisa como quantitativa. Objetivou-se produzir inferências para a população objeto a partir das amostras consideradas.

Segundo Oliveira (1997), o processo quantitativo é muito utilizado no desenvolvimento de pesquisas descritivas, nas quais se procura descobrir a relação entre as variáveis. A pesquisa quantitativa preocupa-se, portanto, com a representatividade numérica, isto é, com a medição objetiva e a quantificação dos resultados (ZANELLA, 2009).

Para a comparação entre as carteiras teóricas, índices e mensuração de resultados serão analisados gráficos e quadros com dados que foram retirados do sítio eletrônico da BMF&BOVESPA e organizações especializadas no mercado acionário.

7 AMOSTRA

O alvo desta pesquisa é a comparação de desempenho dos segmentos, por meio de amostras com empresas do mercado tradicional e empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa.

De um lado da amostra, foram selecionadas sete empresas que fazem parte do Ibovespa e que não estão em nenhum nível de governança, ou seja, operam no mercado tradicional. Do outro lado, também presentes no Ibovespa, foram selecionadas sete companhias que estão listadas no Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa. No momento da escolha procurou-se diversificar os setores e selecionar ativos com pesos parecidos no Ibovespa. Foi comprado um lote padrão (100 ações) de cada empresa para compor as carteiras teóricas.

A escolha do Índice Ibovespa como pré-requisito de seleção se dá pelo fato de serem selecionados apenas papéis com boa negociabilidade na Bolsa, evitando, desta forma, a escolha de ações de pouca liquidez e que não reflitam o cenário mercadológico atual.

7.1 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

A coleta dos dados foi realizada com base em cotações diárias e mensais de fechamento, do primeiro dia útil de 2012 ao último dia útil de 2014, fornecidas pelo sistema Economática.

O período de três anos se justifica por não ser tão curto, em que pode estar influenciado, por exemplo, por uma crise pontual de setor, ou tão longo a ponto da economia ter sofrido mudanças significativas que distorceriam os resultados.

O tratamento dos dados foi realizado por meio da estatística descritiva com auxílio do programa Microsoft Office Excel 2010 para melhor organização dos dados e elaboração de gráficos. Dados disponibilizados pelo sítio eletrônico da BM&FBOVESPA, Yahoo Finanças e Revista Exame também foram utilizados.

Para verificar o valor agregado das melhores práticas de gestão foi utilizado o índice que mede o desempenho de uma carteira teórica com ações de empresas com elevados níveis de governança, o IGCX. Este, juntamente com o índice de mercado Ibovespa, será utilizado nos cálculos e comparado aos retornos e aos riscos das carteiras.

7.2 EMPRESAS SELECIONADAS DO MERCADO TRADICIONAL

As sete empresas selecionadas são as únicas presentes no Ibovespa que estão listadas no mercado tradicional. Juntas somam 17,69% do índice²³. Todas as demais empresas do índice estão inseridas em algum dos níveis de governança.

A seguir, serão mostradas as companhias escolhidas para a formação da carteira teórica, com as cotações no início do período e os lotes adquiridos:

Quadro 8: Empresas Selecionadas do Mercado Tradicional Listadas no IBOV

AÇÃO	CÓDIGO	SETOR DE ATUAÇÃO	COTAÇÃO EM 02/01/2012 (R\$)	VALOR EM 02/01/2012 (R\$)	VALOR EM 31/12/2014 (R\$)	VARIAÇÃO %
Ambev	ABEV3	Consumo Não Cíclico de Bebidas	9,6496	964,96	1.604,66	66,29
Petrobrás	PETR4	Exploração de Petróleo	19,1723	1.917,23	1.002,00	- 47,74
Telefônica	VIVT4	Telecomunicações	38,9757	3.897,57	4.417,08	13,33
Souza Cruz	CRUZ3	Consumo Não Cíclico de Fumo	20,1050	2.010,50	1.883,60	- 6,31
Lojas Americanas	LAME4	Consumo Cíclico de Produtos Diversos	9,0522	905,22	1.716,69	89,64
Santander BR	SANB11	Financeiro	12,1140	1.211,40	1.323,84	9,28
Sid Nacional	CSNA3	Siderurgia	11,5034	1.150,34	516,81	- 55,07
VALOR INICIAL DA CARTEIRA TRADICIONAL (R\$)				12.057,22	12.464,68	3,38

Fonte: Dados da Pesquisa

²³ Dados coletados no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA em maio de 2015 para carteira do índice válida de maio a agosto de 2015.

7.3 EMPRESAS SELECIONADAS DO NOVO MERCADO

Os ativos selecionados nesta amostra são exclusivamente do Novo Mercado, justamente por este ser o oposto extremo do Mercado Tradicional em termos de governança.

As sete empresas selecionadas do Novo Mercado somam 13,32% do índice Ibovespa²⁴.

Quadro 9: Empresas Selecionadas do Novo Mercado Listadas no IBOV

AÇÃO	CÓDIGO	SETOR DE ATUAÇÃO	COTAÇÃO EM 02/01/2012 (R\$)	VALOR EM 02/01/2012 (R\$)	VALOR EM 31/12/2014 (R\$)	VARIAÇÃO %
Cielo	CIEL3	Financeiro	12,3102	1.231,02	3.433,72	178,93
JBS	JBSS3	Consumo Não Cíclico de Carnes e Derivados	5,5084	550,84	1.120,00	103,33
BMFBOVESPA	BVMF3	Financeiro	8,5411	854,11	976,80	14,36
Embraer	EMBR3	Bens Industriais de Transporte	11,2457	1.124,57	2.437,70	116,77
Lojas Renner	LREN3	Consumo Cíclico de Vestuário	46,3785	4.637,85	7.555,67	62,91
TIM	TIMP3	Telecomunicações	8,7251	872,51	1.178,00	35,01
Natura	NATU3	Consumo Não Cíclico de Cosméticos	31,0908	3.109,08	3.068,80	- 1,30
VALOR INICIAL DA CARTEIRA NOVO MERCADO (R\$)				12.379,98	19.770,69	59,69

Fonte: Dados da Pesquisa

²⁴ Dados coletados no endereço eletrônico da BM&FBOVESPA em maio de 2015 para carteira do índice válida de maio a agosto de 2015.

8 ANÁLISE

O presente capítulo irá apresentar os resultados obtidos pela análise comparativa dos ativos das companhias selecionadas nas amostras do Mercado Tradicional e do Novo Mercado, evidenciando o desempenho e o risco das carteiras teóricas.

Portanto, nesta análise, busca-se fornecer os subsídios necessários para que se possa sugerir qual segmento da bolsa de valores é o mais vantajoso para o investidor.

Utilizando os procedimentos metodológicos anteriormente citados, foram criadas planilhas, quadros e gráficos que serão apresentados para melhor expor os resultados da pesquisa.

Primeiramente, foi selecionada a taxa Selic, principal da economia e conhecida como a “taxa básica de juros”, para ser o ativo livre de risco no cálculo do Índice Sharpe. Muitas pesquisas utilizam o CDI, mas esta optou pela Selic por ser o máximo de retorno que se pode atingir sem exposição a riscos.

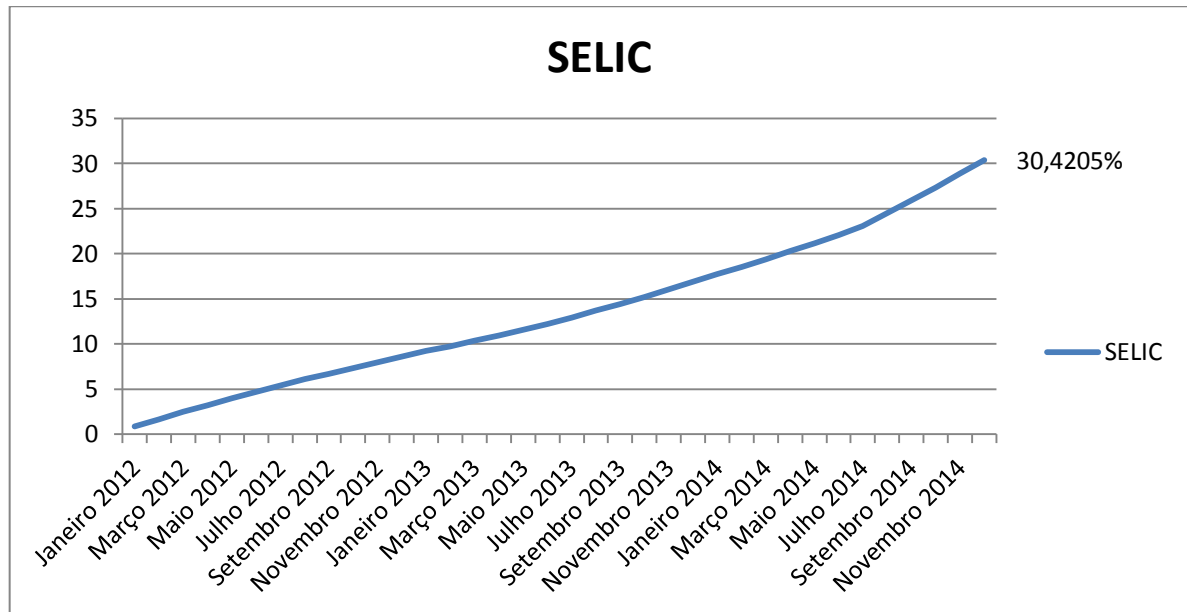
Ela também foi utilizada como uma das referências de comparação entre os retornos das carteiras e o mercado. Assim, busca-se saber se o portfólio é no mínimo mais rentável que um investimento com “risco zero”.

Segundo o Banco Central, a taxa Selic é definida como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais.

Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio Sistema Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação.

A seguir, o gráfico 1 mostra o retorno acumulado da Selic no período de análise. Observa-se que a rentabilidade de 30,42% em três anos é satisfatória, devido ao risco praticamente nulo que envolve os investimentos atrelados a esta taxa.

Gráfico 1: Retorno Acumulado – SELIC



Fonte: Dados da Pesquisa

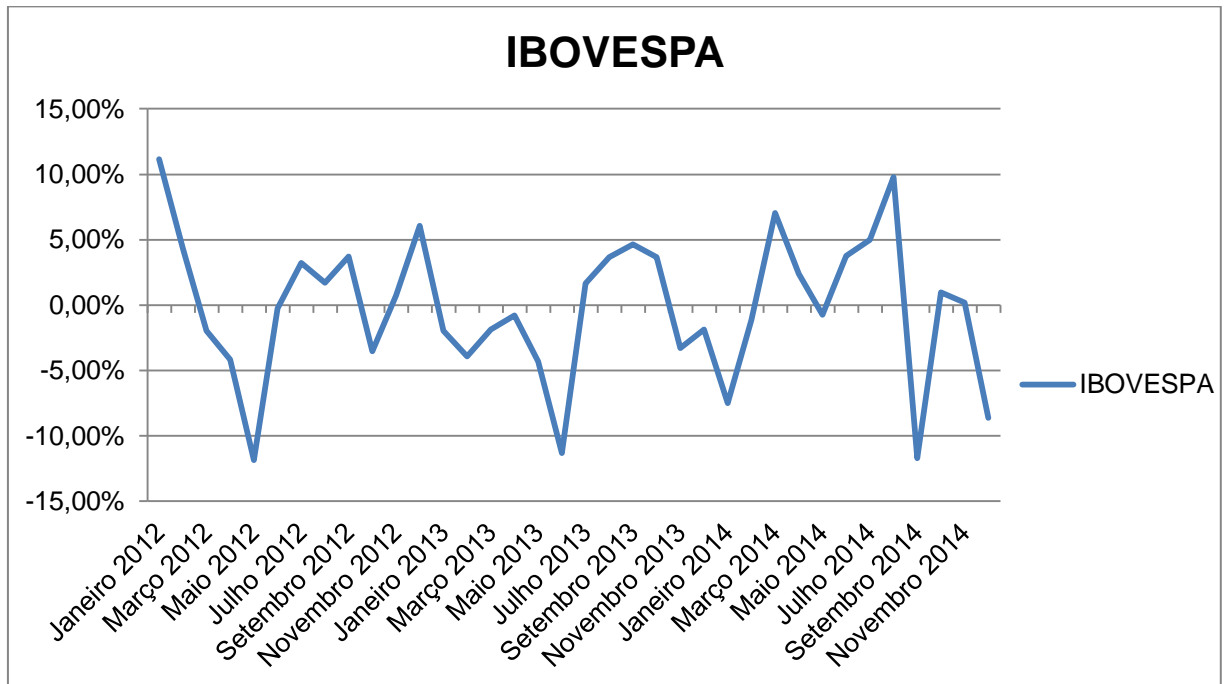
Buscando uma comparação mais eficiente entre as carteiras, o Ibovespa e o IGCX foram utilizados como as referências nos cálculos dos Betas e Índice de Treynor.

Como será visto em análises posteriores, de janeiro de 2012 a dezembro de 2014, o retorno mensal acumulado do índice Ibovespa foi negativo, sendo de -11,8881%, enquanto que o retorno mensal acumulado do Índice de Governança Corporativa foi de 19,30%.

Esses dados são importantes, para que se possa ter uma visão mais ampla e constatar se as carteiras teóricas da pesquisa tiveram desempenho superior ou inferior ao mercado.

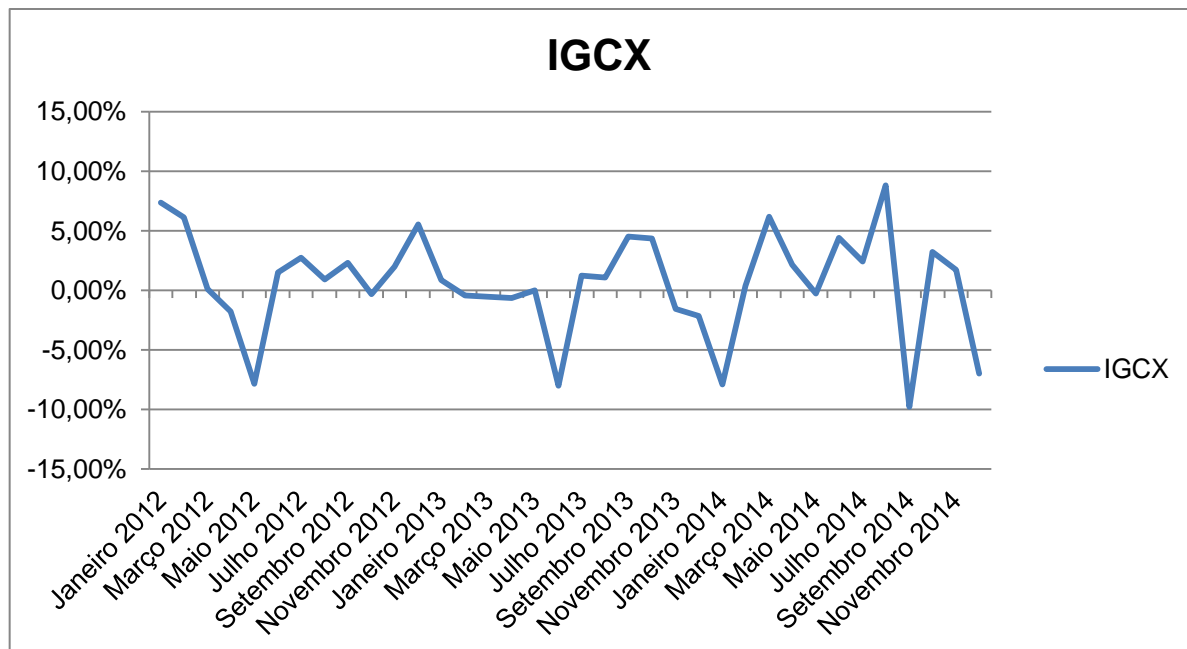
A seguir, os gráficos 2 e 3 mostram as oscilações dos referidos índices no período da amostra. Diferentemente da taxa Selic, o Ibovespa e o IGCX oscilaram fortemente, o que mostra os riscos mais elevados que envolvem estes investimentos.

Gráfico 2: Oscilações do IBOVESPA



Fonte: Dados da Pesquisa

Gráfico 3: Oscilações do IGCX



Fonte: Dados da Pesquisa

8.1 A CARTEIRA TRADICIONAL

Para evitar possíveis distorções nos resultados, foram selecionados ativos com baixas correlações, como se pode constatar no quadro a seguir.

Caso os papéis tivessem correlações próximas de -1, os seus retornos tenderiam a tomar direções opostas; já se as correlações fossem muito próximas de 1, os retornos oscilariam na mesma direção.

Quadro 10: Correlação dos Ativos da Carteira Tradicional

	ABEV3	PETR4	VVT4	CRUZ3	LAME4	SANB11	CSNA3
ABEV3	1						
PETR4	0,3080	1					
VVT4	0,2642	0,3387	1				
CRUZ3	0,3729	0,2770	0,2578	1			
LAME4	0,3351	0,3970	0,3190	0,2978	1		
SANB11	0,2509	0,3011	0,2443	0,1202	0,2655	1	
CSNA3	0,2680	0,4489	0,2545	0,1792	0,3127	0,3378	1

Fonte: Dados da Pesquisa

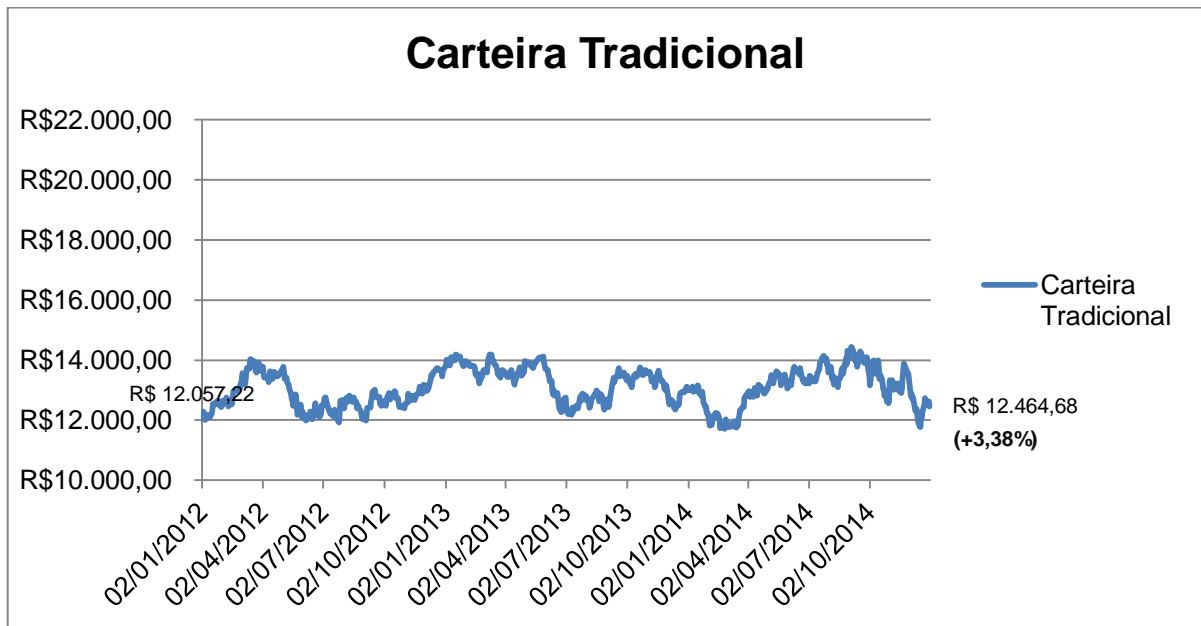
A partir da variação mensal das cotações, chegou-se ao retorno acumulado da carteira teórica.

Ela iniciou em 02/01/2012 com valor de R\$ 12.057,22. Oscilou bastante ao longo do período, chegando a romper a linha do quatorze mil reais na alta e dos doze mil na baixa.

A carteira chegou ao dia 31/12/2014 com saldo de R\$ 12.464,68, que representa um montante insatisfatório. Se vendêssemos os ativos no mercado realizaríamos um retorno muito inferior, por exemplo, ao da poupança.

O gráfico a seguir evidencia de forma clara a oscilação da carteira, que não evoluiu de forma positiva nos rendimentos, fechando o período com retorno total de 3,38%.

Gráfico 4: Retorno Acumulado da Carteira Tradicional



Fonte: Dados da Pesquisa

8.1.1 VALOR EM RISCO

Como foi constatado no gráfico de retorno acumulado, o rendimento da carteira tradicional não foi satisfatório.

Considerando a elevada volatilidade, espera-se que carteiras de ações tragam maior rentabilidade que os investimentos mais tradicionais, como a poupança e CDB's, e superem as principais taxas do mercado, como o CDI e a Selic.

Para medir a perda máxima em um determinado período, foi calculado o *Value at Risk* (VaR) na modalidade Delta-Normal. O nível de confiança estabelecido foi de 95%.

A partir de uma amostra de 741 observações dos logaritmos das variações diárias da carteira, calculou-se o desvio padrão dos retornos, que ficou estimado em 0,011651057.

O valor em risco foi calculado multiplicando-se o desvio padrão pelo nível de significância²⁵: $VaR = 0,011651057 \times 1,65 = 0,0192$. Portanto, para um nível de confiança de 95%, a perda máxima diária tolerada na carteira de ações é de 1,92%.

Com o objetivo de validar o modelo, aplica-se o *Backtesting*. Por padrão, a um nível de significância de 5%, sabe-se que a cada cem dias, somente em cinco a perda pode ser superior ao VaR. Então, se considerarmos os 741 dias de observações, somente em 37 a perda pode ultrapassar 1,92%.

Com o auxílio de uma função lógica da planilha, encontram-se as perdas superiores a 1,92%. Para cada perda superior contabiliza-se 1 fator. Ao final, foram obtidos 34 fatores, que representam o número de dias em que a perda ultrapassou o VaR. Como o resultado não excedeu a 37 dias, o modelo é válido.

Quadro 11: *Backtesting* 1

Perdas > VaR	34
Limite	37
Nº Observações	741

Fonte: Dados da Pesquisa

8.1.2 BETAS DA CARTEIRA

Para o cálculo do Índice Beta, foram utilizadas as variações diárias da carteira no período selecionado da amostra. Na planilha eletrônica, os métodos utilizados foram dois:

- ❖ Divisão da covariância da carteira pela variância do índice;
- ❖ Regressão linear no gráfico de dispersão.

Os índices utilizados foram o Ibovespa, para representar o mercado em geral, e o IGCX, para representar o mercado diferenciado de governança. Desta forma, busca-se enxergar o perfil das carteiras em relação aos mercados. Perfil este que pode ser agressivo, neutro ou defensivo.

²⁵ Valor de 1,65 obtido na tabela de distribuição Normal Padrão para um nível de confiança de 95%.

Primeiramente, por meio de uma função lógica da planilha eletrônica, foram calculadas as variâncias dos índices e as covariâncias das carteiras em relação a cada índice.

Quadro 12: Variância e Covariância da Carteira Tradicional

Variância IBOV	Variância IGCX	Covariância Tradicional ao IBOV	Covariância Tradicional ao IGCX
0,00020074	0,00011315	0,000140233	0,000104546

Fonte: Dados da Pesquisa

A partir dos dados acima, para encontrar o Beta basta dividir a covariância da carteira pela variância do índice.

Ressalta-se que não é permitido misturar os índices, portanto a covariância da carteira em relação ao Ibovespa deve ser dividida pela variância do Ibovespa, por exemplo. Realizados os cálculos, encontram-se os Betas da Carteira Tradicional em relação aos índices de mercado.

Quadro 13: Betas da Carteira Tradicional

Beta Tradicional ao IBOV	Beta Tradicional ao IGCX
0,6986	0,9239

Fonte: Dados da Pesquisa

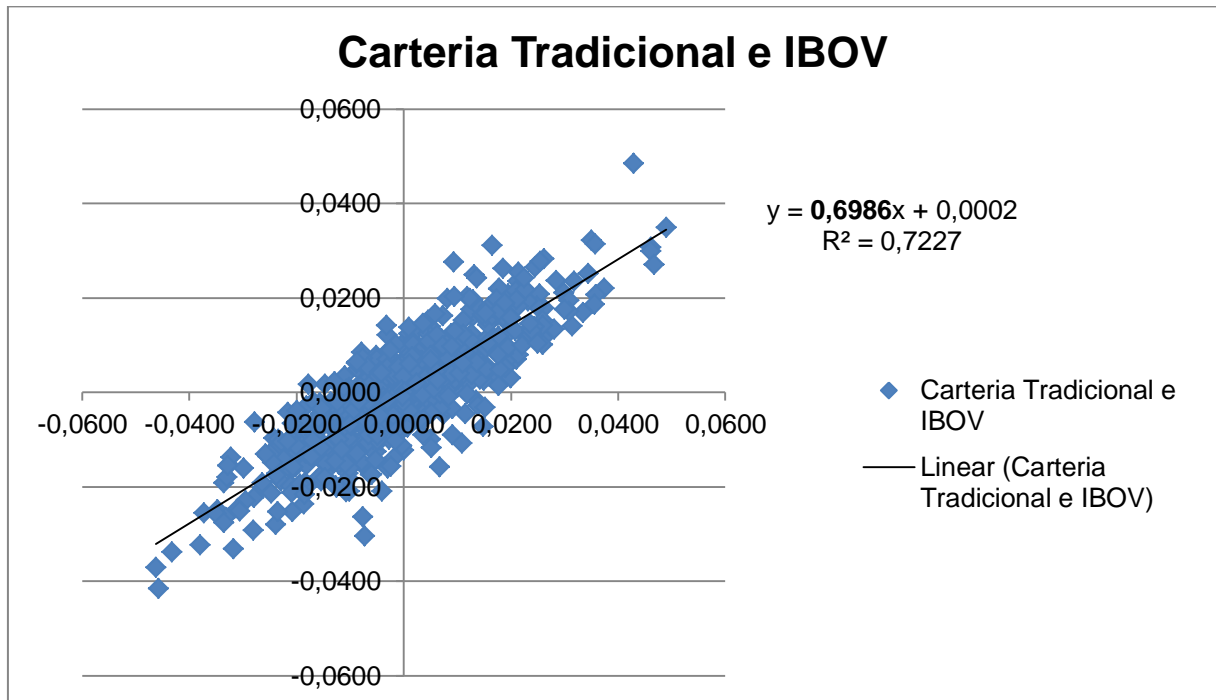
A regressão linear é o outro método para calcular o Beta. O resultado é o mesmo do método anterior, porém a análise do índice deve ser feita pelo gráfico de dispersão.

O Coeficiente de Determinação (R^2) representa o quanto da variância da carteira é explicado pela variância do mercado. Ele vai de uma escala de 0 (zero) a 1 (um) e quanto maior, mais explicativo é o modelo.

Nos casos a seguir, o R^2 foi de 0,7227 na Carteira Tradicional em relação ao Ibovespa e de 0,7125 em relação ao IGCX.

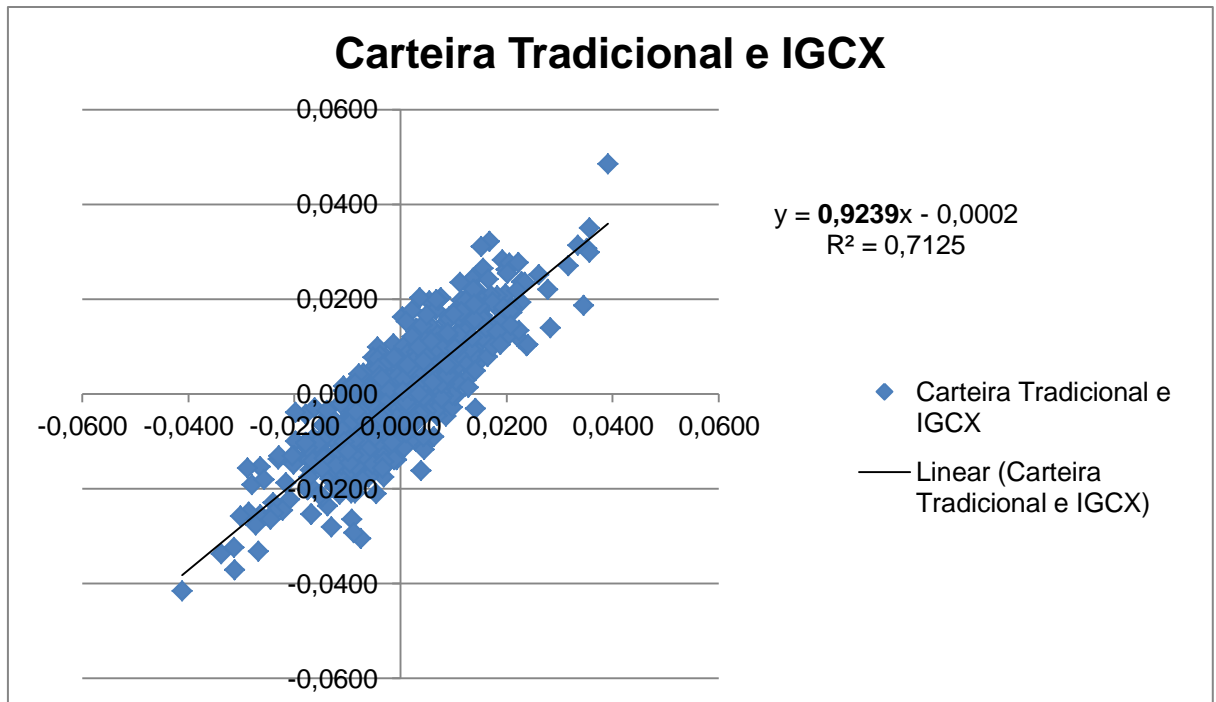
Nos gráficos 5 e 6, o Índice Beta está representado pelo número que multiplica a variável "x" na equação.

Gráfico 5: Regressão Linear da Carteira Tradicional em Relação ao IBOV



Fonte: Dados da Pesquisa

Gráfico 6: Regressão Linear da Carteira Tradicional em Relação ao IGCX



Fonte: Dados da Pesquisa

Concluimos que os Betas encontrados evidenciam um perfil defensivo da carteira nas oscilações de mercado. O Beta foi, em relação ao mercado geral, de 0,6986, o que significa que se o Ibovespa subir ou cair, por exemplo, 1%, a carteira tenderá a oscilar 0,6986 na mesma direção. Portanto a carteira estará abaixo do índice numa posição defensiva.

O cálculo do Beta em relação ao IG CX se justifica para verificar como a Carteira Tradicional se comportaria em um mercado regado pela governança corporativa. E o Índice Beta ficou mais próximo de 1, evidenciando que a carteira acompanharia mais de perto as oscilações do Índice de Governança Corporativa.

8.1.3 ÍNDICES DE SHARPE E DE TREYNOR

Estes índices são muito importantes na avaliação de risco e retorno das carteiras. Para o Sharpe foi utilizada a Selic como ativo livre de risco, enquanto que os *Benchmarks* do Índice de Treynor foram o Ibovespa e o IG CX. Funções lógicas da planilha foram utilizadas, além das cotações mensais do período em análise.

Mais adiante, com a comparação de resultados na análise consolidada deste trabalho, ficará mais explícita a diferença de desempenho entre as carteiras. Primeiramente, será mostrado o Sharpe da Carteira Tradicional.

Quadro 14: Sharpe da Carteira Tradicional

	Carteira Tradicional	Risk-Free SELIC
Retorno Total	3,38%	30,42%
Retorno Anual	1,11%	9,26%
Risco Anual	15,01%	0,41%
Sharpe	-0,54	
Sharpe Generalizado	-0,56	

Fonte: Dados da Pesquisa

Com os dados mostrados no quadro anterior, já é possível perceber que a carteira tradicional não teve um bom desempenho ao longo do período analisado. O retorno acumulado anual de 1,11% ficou muito abaixo do investimento mais popular

do mercado, a poupança. Para assumir um risco anual de 15,01% frente a um risco de 0,41% da Selic, espera-se um retorno bem maior.

O Índice de Treynor irá medir o retorno em excesso da carteira em relação a um *benchmark*, descontando o seu risco não diversificável. Essa é a grande diferença para o Índice de Sharpe, que utiliza como medida de risco o desvio padrão das taxas de retorno, já o Treynor utiliza o risco sistemático, medido pelo Beta da carteira.

Ressalta-se que aqui os Betas utilizados foram calculados com base nas cotações mensais dos ativos, o que causa pequenas variações em seus resultados em relação aos Betas vistos anteriormente, nos quais foram calculados com base nas cotações diárias.

Os *benchmarks* escolhidos foram os índices Ibovespa e IGCX. Desta forma, poderá ser verificado se há excesso de retorno em um cenário geral de mercado e em um cenário de alta governança.

Quadro 15: Treynor da Carteira Tradicional

	Carteira Tradicional	Benchmark	
		IBOV	IGCX
Retorno Total	3,38%	-11,89%	19,30%
Retorno Anual	1,11%	-4,13%	6,06%
Risco Anual	15,01%	19,21%	15,20%
Beta (IBOV)	0,63		
Beta (IGCX)	0,84		
Índice Treynor (IBOV)	0,08		
Índice Treynor (IGCX)	-0,06		

Fonte: Dados da Pesquisa

Constata-se, a partir do quadro anterior, que a Carteira Tradicional teve um desempenho superior ao do Ibovespa no período, portanto, seu Treynor em relação a este índice foi levemente superior a zero, ficando em 0,08. Já em relação a um cenário de alta governança corporativa, o seu desempenho foi inferior. O resultado de -0,06 evidencia que não houve retorno em excesso, pelo contrário, o retorno ficou abaixo do *Benchmark*. Nestes casos em que o resultado é negativo, a análise pelo Índice de Treynor fica prejudicada.

8.2 A CARTEIRA NOVO MERCADO

A Carteira Teórica Novo Mercado possui sete ativos de baixa correlação e listados no segmento Novo Mercado da Bolsa.

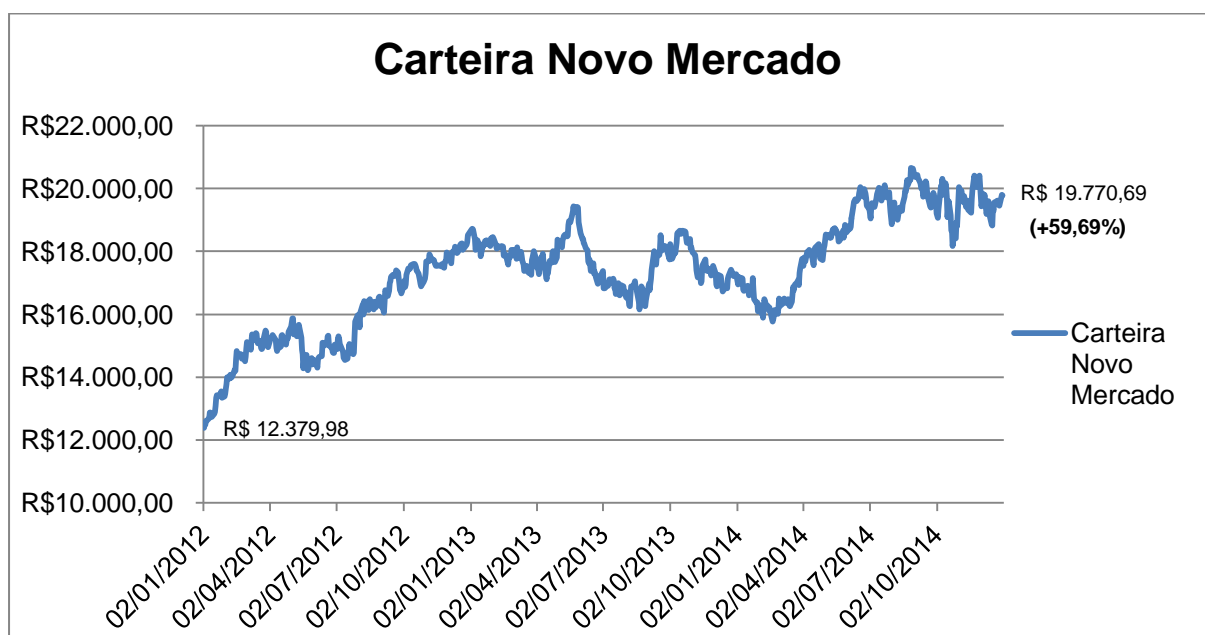
Quadro 16: Correlação dos Ativos da Carteira Novo Mercado

	CIEL3	JBSS3	BVMF3	EMBR3	LREN3	SBSP3	NATU3
CIEL3	1						
JBSS3	0,1807	1					
BVMF3	0,2559	0,4073	1				
EMBR3	0,1015	0,1874	0,1052	1			
LREN3	0,2137	0,3493	0,4256	0,1127	1		
TIMP3	0,2218	0,2520	0,2536	0,2340	0,2485	1	
NATU3	0,1980	0,2270	0,3170	0,1096	0,3842	0,15149	1

Fonte: Dados da Pesquisa

A carteira iniciou em 02/01/2012 com valor de R\$ 12.379,98 e oscilou bastante, mas, ao contrário da Carteira Tradicional, evoluiu muito ao longo do período. Com base em suas variações mensais, ela fechou no dia 31/12/2014 com saldo de R\$ 19.770,69, o que representa um retorno acumulado de 59,69%.

Gráfico 7: Retorno Acumulado da Carteira Novo Mercado



Fonte: Dados da Pesquisa

8.2.1 VALOR EM RISCO

A um nível de confiança de 95%, foi utilizado o modelo VaR Delta-Normal para encontrar a volatilidade diária máxima. Da amostra de 741 observações dos logaritmos das variações diárias, extraiu-se o desvio padrão dos retornos: 0,011931391. Igualmente à carteira anterior, o VaR foi validado pelo *Backtesting*.

Colocando os valores na fórmula²⁶ temos $VaR = 0,011931391 \times 1,65 = 0,0197$. Portanto, para um nível de confiança de 95%, a perda máxima diária tolerada na carteira de ações é de 1,97%.

Sabe-se que em somente 37 dias a perda pode ultrapassar o VaR. Com a ajuda da planilha para contabilizar as perdas, aplica-se o *Backtesting*. Foram obtidos 27 fatores. Como o resultado não ultrapassou 37, o modelo é válido.

Quadro 17: *Backtesting* 2

Perdas > VaR	27
Limite	37
Nº Observações	741

Fonte: Dados da Pesquisa

8.2.2 BETAS DA CARTEIRA

Na planilha eletrônica, e com base em cotações diárias, o Beta foi calculado por dois métodos: divisão da covariância da carteira pela variância do índice e regressão linear no gráfico de dispersão. Ambos retornaram o mesmo resultado.

Quadro 18: Variância e Covariância da Carteira Novo Mercado

Variância IBOV	Variância IGCX	Covariância Novo Mercado ao IBOV	Covariância Novo Mercado ao IGCX
0,00020074	0,00011315	0,000127267	0,000100666

Fonte: Dados da Pesquisa

²⁶ Valor de 1,65 obtido na tabela de distribuição Normal Padrão para um nível de confiança de 95%.

A partir dos resultados obtidos, divide-se a covariância da carteira pela variância do índice. Desta forma, encontram-se os Betas.

Quadro 19: Betas da Carteira Novo Mercado

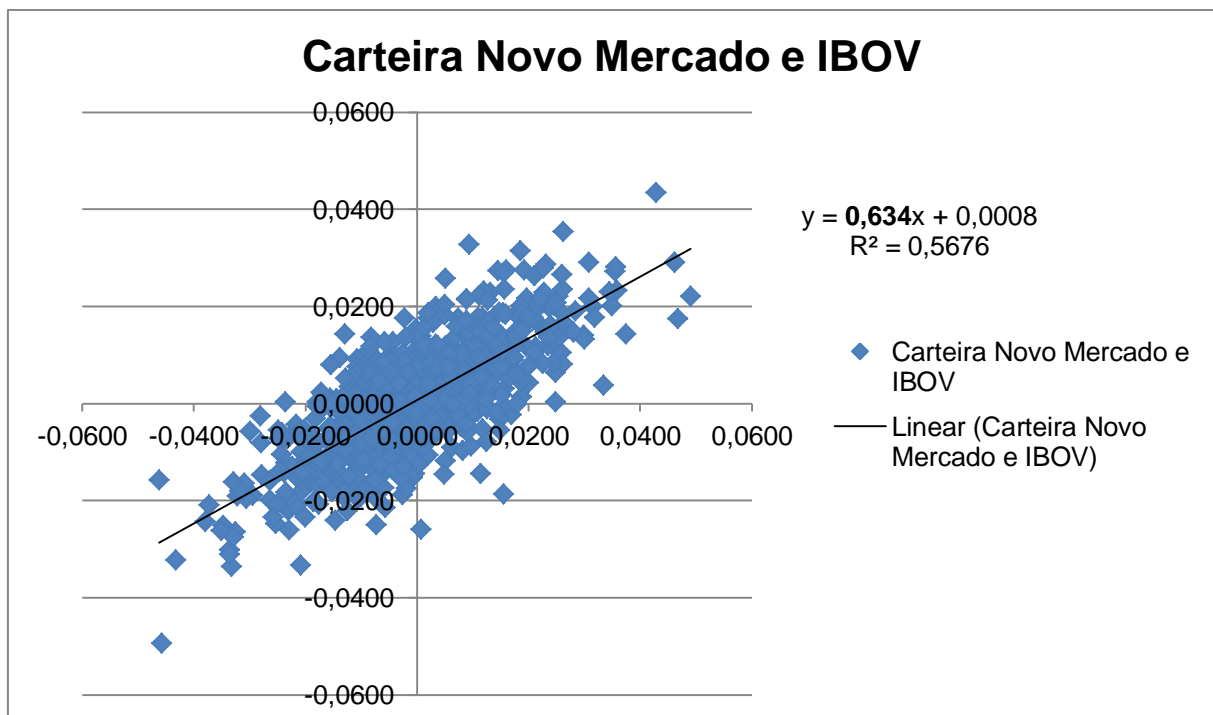
Beta Novo Mercado ao IBOV	Beta Novo Mercado ao IGCX
0,6340	0,8897

Fonte: Dados da Pesquisa

O outro método para chegarmos ao Beta é pela regressão linear. Nos gráficos de dispersão a seguir, o Beta é o número que multiplica a variável “x” na equação.

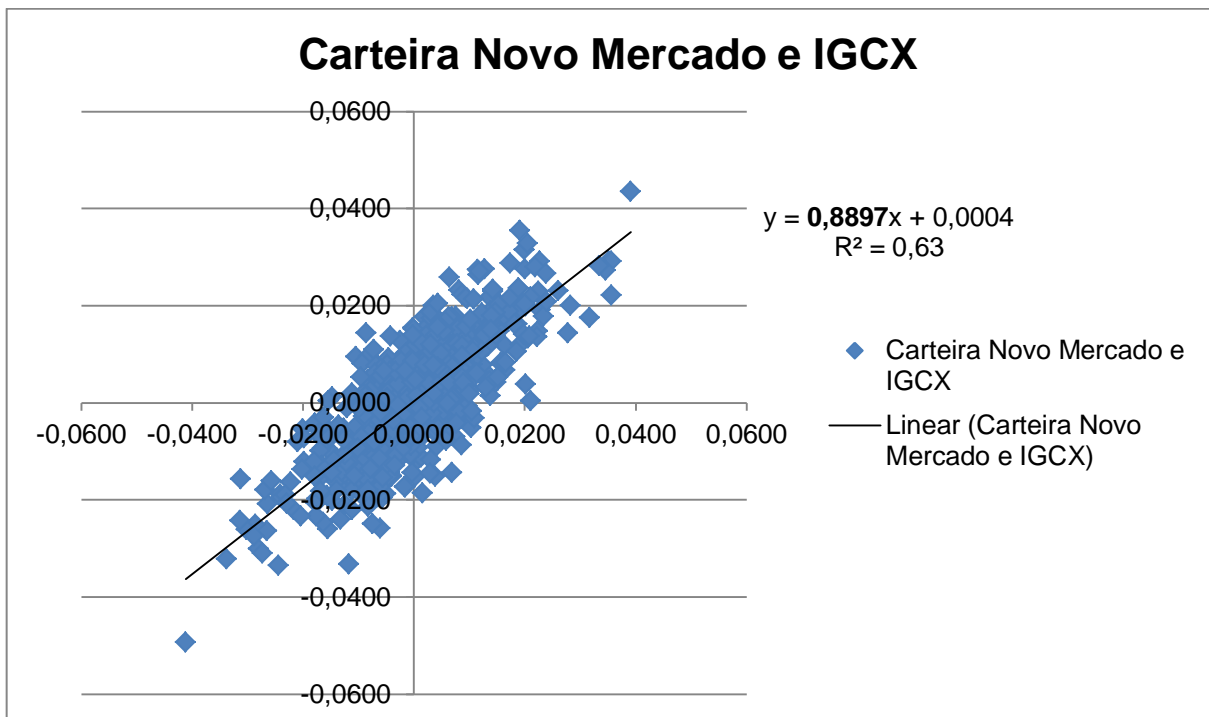
O Coeficiente de Determinação (R^2) representa o quanto da variância da carteira é explicado pela variância de mercado. Vai de uma escala de 0 a 1 e quanto maior, mais explicativo é o modelo. Nos casos a seguir, o R^2 foi de 0,5676 em relação ao Ibovespa e de 0,63 em relação ao IGCX.

Gráfico 8: Regressão Linear da Carteira Novo Mercado em Relação ao IBOV



Fonte: Dados da Pesquisa

Gráfico 9: Regressão Linear da Carteira Novo Mercado em Relação ao IGCX



Fonte: Dados da Pesquisa

Concluimos que a carteira possui um perfil defensivo nas oscilações de ambos os mercados. O Beta em relação ao mercado geral foi de 0,634, o que significa que se o Ibovespa subir ou cair 1%, a carteira oscilará 0,634 na mesma direção. Portanto a carteira estará sempre abaixo do índice, tanto nos ganhos, quanto nas perdas.

O Beta em relação ao IGCX ficou mais próximo de 1, mostrando que a carteira acompanharia mais de perto as oscilações do Índice de Governança Corporativa.

8.2.3 ÍNDICES DE SHARPE E DE TREYNOR

Para o Sharpe utilizou-se a Selic como ativo livre de risco, enquanto que os *Benchmarks* do Índice de Treynor foram o Ibovespa e o IGCX.

Para o cálculo de ambos, foram utilizadas funções lógicas da planilha eletrônica e as cotações mensais dos ativos, inclusive para os cálculos dos Betas.

Quadro 20: Sharpe da Carteira Novo Mercado

	Carteira Novo Mercado	<i>Risk-Free</i>
		SELIC
Retorno Total	59,69%	30,42%
Retorno Anual	16,88%	9,26%
Risco Anual	15,60%	0,41%
Sharpe	0,49	
Sharpe Generalizado	0,50	

Fonte: Dados da Pesquisa

Diferentemente da Carteira Tradicional, a Carteira Novo Mercado teve um bom desempenho ao longo do período. Seu retorno anual foi de 16,88%, bem acima do retorno do ativo livre de risco, que ficou em 9,26%.

Retornos maiores encorajam os investidores a assumirem riscos maiores, e o retorno acumulado de 59,69% no período é um bom número frente ao risco anual de 15,60%.

A seguir será mostrado o quadro que analisa o risco e o retorno pelo Índice de Treynor.

Quadro 21: Treynor da Carteira Novo Mercado

	Carteira Novo Mercado	<i>Benchmark</i>	
		IBOV	IGCX
Retorno Total	59,70%	-11,89%	19,30%
Retorno Anual	16,89%	-4,13%	6,06%
Risco Anual	15,60%	19,21%	15,20%
Beta (IBOV)	0,64		
Beta (IGCX)	0,87		
Índice Treynor (IBOV)	0,33		
Índice Treynor (IGCX)	0,12		

Fonte: Dados da Pesquisa

Constata-se que a carteira teve um desempenho muito superior ao Ibovespa. O principal índice da Bolsa, além de ficar negativo nos retornos, teve o maior risco, de 19,21%. O Treynor foi satisfatório, alcançando 0,33.

Em relação a um cenário de alta governança, medido pelo IG CX, também houve retorno em excesso, porém inferior quando comparado com o desempenho da carteira frente ao Ibovespa.

8.3 ANÁLISE CONSOLIDADA

O objetivo desta seção é avaliar os resultados observados de forma conjunta e, então, expor uma comparação mais clara entre as carteiras. Assim, haverá uma melhor análise das informações para a elaboração das conclusões.

A seguir, o quadro 22 apresenta os dados da pesquisa de maneira agrupada e resumida.

Quadro 22: Resultado das Carteiras Tradicional e Novo Mercado

	Carteira Tradicional	Carteira Novo Mercado
Retorno Acumulado	3,38%	59,69%
Desvio Padrão	0,011651057	0,011931391
VaR Delta-Normal (95%)	1,92%	1,97%
Índice Beta (IBOV)	0,6986	0,6340
Índice Beta (IGCX)	0,9239	0,8897
Índice de Sharpe	-0,54	0,49
Índice de Treynor (IBOV)	0,08	0,33
Índice de Treynor (IGCX)	-0,06	0,12

Fonte: Dados da Pesquisa

A rentabilidade das carteiras evidenciou a diferença entre elas. Enquanto que a Carteira Tradicional trouxe insatisfatórios 3,38% de retorno, a Carteira Novo Mercado superou de longe o ativo livre de risco e atingiu 59,69% de retorno acumulado no período.

Olhar somente para o retorno não é suficiente para tomar a decisão de investir, mas indica, neste caso, que a carteira com empresas que adotam as melhores práticas de governança é a melhor opção.

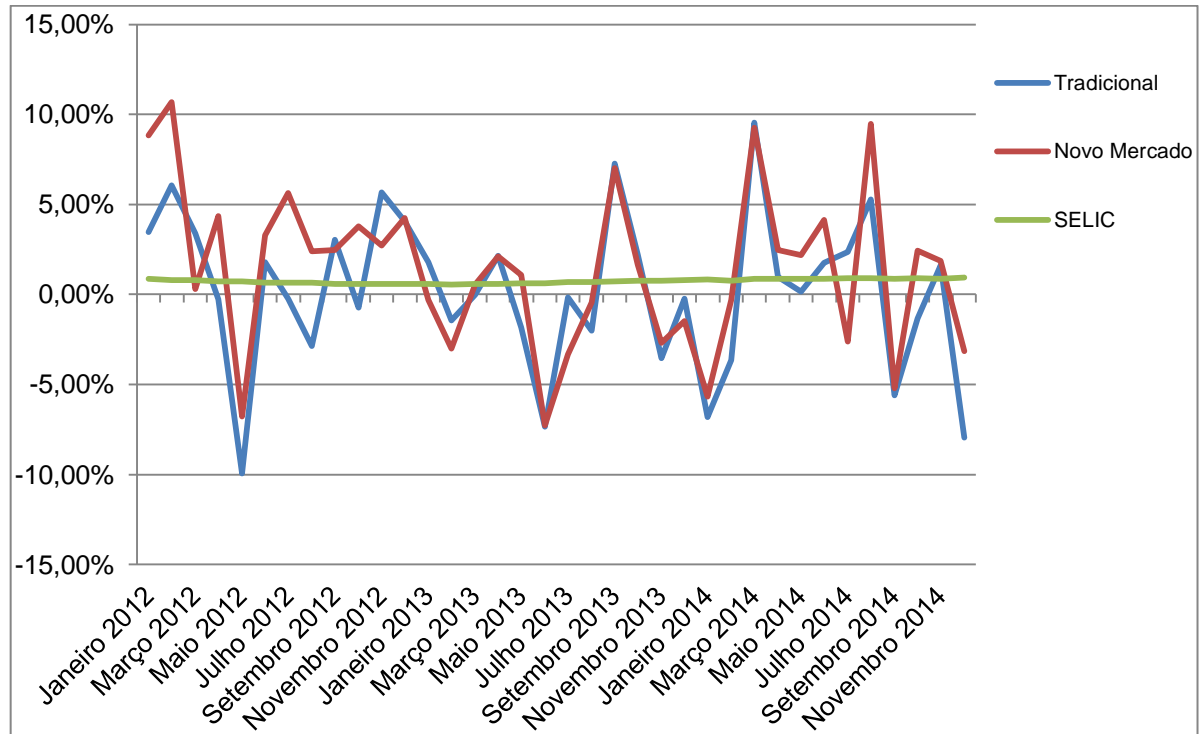
A volatilidade das carteiras foi muito parecida. A carteira do segmento tradicional obteve desvio padrão de 0,011651057, sendo 2,35% inferior ao da carteira com ativos do Novo Mercado, que foi de 0,011931391.

A volatilidade histórica anual da Carteira Tradicional foi de 15,01%, enquanto que a Carteira Novo Mercado foi mais volátil, com 15,60%. Apesar de pequena, a diferença de volatilidade entre elas mostra que a carteira que adota a governança foi mais arriscada. No entanto, o retorno observado no mesmo período justifica esse risco.

O gráfico 10 mostra as oscilações das carteiras estudadas, juntamente com o ativo livre de risco. Fica evidente que assumir os riscos apresentados pelas carteiras somente vale a pena com retornos mais elevados.

A Carteira Novo Mercado correspondeu a essa relação de risco e retorno, já a Tradicional ficou com rentabilidade muito abaixo da Selic, que praticamente não tem riscos.

Gráfico 10: Oscilações dos Retornos das Carteiras e do Ativo Livre de Risco



Fonte: Dados da Pesquisa

Os Betas das carteiras mostram em que direção elas oscilarão de acordo com a oscilação do índice de mercado escolhido. Em um mercado amplo e geral, as carteiras se mostraram defensivas, sendo a Carteira Novo Mercado um pouco mais. Pelo retorno observado no período, foi uma característica positiva essa maior defensividade, uma vez que trouxe muita rentabilidade sem se expor às oscilações de mercado. Já se for considerado o Índice IGCX, os Betas ficaram mais próximos de 1, mostrando uma maior neutralidade das carteiras em um mercado pautado pela governança. Um Beta mais neutro indica que a carteira acompanhará de perto as oscilações do índice.

Analisando o Sharpe, a carteira do Novo Mercado pagou mais para cada unidade de risco que assumiu. Portanto, este índice confirma ainda mais que o desempenho desta carteira foi superior. Já a Carteira Tradicional teve um Sharpe negativo. Isso mostra que ela apresentou um retorno inferior ao ativo livre de risco.

Contudo, um Sharpe negativo invalida a aplicação deste método ao estudo, visto que pode haver distorções nos cálculos. Se, por exemplo, os retornos fossem idênticos, o Sharpe indicaria que aquela carteira que tivesse o maior risco seria a melhor opção, uma vez que a variável “risco” é o divisor na fórmula, e se esta variável for maior, resultará em um índice maior, o que não faz sentido econômico.

Então, para melhorar a qualidade dos resultados nos casos de Índice Sharpe negativo, aplicou-se ao estudo a análise dos retornos da carteira dividida pelos seus respectivos riscos. Assim, foram feitas análises mais corretas.

A Carteira Tradicional obteve o seguinte resultado: $0,0338 / 0,011651057 = 2,901024$. Já a Carteira Novo Mercado teve resultado superior: $0,5969 / 0,011931391 = 50,027696$. Quanto maior o resultado neste índice, maior foi o retorno em relação ao risco do investimento.

Da mesma forma que o Sharpe, o Treynor evidenciará aquela carteira com maiores retornos excedentes em relação ao índice de mercado. Tanto no mercado amplo, quanto no mercado de governança, a Carteira Novo Mercado se mostrou melhor, principalmente em relação ao mercado amplo representado pelo Ibovespa. A Carteira Tradicional novamente não obteve resultado satisfatório. Ela até foi superior quando comparada com o Ibovespa. Porém, em relação ao IGCX, o Treynor negativo mostra que a carteira não teve retornos excedentes, e sim, inferiores. Então, igualmente utilizada para Sharpes negativos, a análise do retorno dividido pelo risco também é a melhor alternativa de avaliação do investimento.

9 CONCLUSÃO

O presente trabalho se propôs a analisar os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, comparando-os ao segmento tradicional. O objetivo principal foi analisar o desempenho e o risco de ambos por meio de duas amostras que formaram carteiras teóricas.

As carteiras foram elaboradas somente com ações integrantes do Índice Ibovespa para evitar a escolha de ativos com pouca representatividade no mercado de títulos e valores mobiliários.

Por meio de indicadores financeiros e cálculos estatísticos, buscou-se evidenciar qual segmento trouxe a melhor relação de risco e retorno ao investidor. Se o objetivo fosse resumido em uma pergunta, esta seria: “Empresas que seguem rígidas regras de governança corporativa trazem ao investidor maior retorno com menor risco?”.

Dentro do que foi exposto, conclui-se que a resposta da pergunta é “sim”. A amostra com ativos do Novo Mercado foi muito mais rentável com praticamente o mesmo risco do segmento tradicional. A Carteira Tradicional se mostrou um investimento arriscado e pouco rentável, fechando o período com rendimentos abaixo do ativo livre de risco.

Entretanto, ponderações devem ser feitas. O mercado acionário é ditado por inúmeras variáveis que afetam as cotações dos ativos. Variáveis essas que vão desde um boato sobre uma determinada empresa até a uma crise mundial ou de setores da economia.

Então, uma análise com indicadores financeiros e estatísticos baseada em cotações históricas é uma boa ferramenta que auxilia na tomada de decisão; contudo, não é o suficiente para o sucesso em um mercado tão volátil como o de ações.

Este trabalho evidenciou um fato: no período analisado, as empresas selecionadas do Novo Mercado trouxeram maiores retornos aos investidores do que às selecionadas do Mercado Tradicional.

Isso pode sugerir que os segmentos diferenciados de governança corporativa são mais rentáveis e mais estáveis do que o segmento tradicional da bolsa de valores.

Sugere-se, para pesquisas posteriores relacionadas ao assunto, a elevação do número de ativos em cada carteira, a introdução das companhias inseridas no Bovespa Mais e nos níveis 1 e 2 de governança, além da utilização de mais indicadores e técnicas de análise.

Importante destacar que os resultados obtidos neste trabalho são aplicáveis exclusivamente às amostras e ao período destacado. Como são resultados de períodos passados, não podem ser usados como previsões ou garantias de retornos futuros.

REFERÊNCIAS

ADVFN. **Taxa Selic**. Disponível em: <<http://br.advfn.com/indicadores/taxa-selic>> Acesso em: mar. 2015.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2012

BM&FBOVESPA. **Bovespa Mais**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/bovespamais_folder.pdf> Acesso em: out. 2014.

BM&FBOVESPA. **Bovespa Mais Nível 2**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Folheto-BovespaMaisNivel2.pdf>> Acesso em: out. 2014.

BM&FBOVESPA. **Índice de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=GC&idioma=pt-br>> Acesso em: mai. 2015.

BM&FBOVESPA. **Índice Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=Ibovespa&idioma=pt-br>> Acesso em: mai. 2015.

BM&FBOVESPA. **Manual de Procedimentos**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/download/Manual-de-procedimentos-pt-br.pdf>> Acesso em: jun. 2014.

BM&FBOVESPA. **Metodologia IGC**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/IGC-Metodologia-pt-br.pdf>> Acesso em: jun. 2014.

BM&FBOVESPA. **Nível 1**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_Nivel1.pdf> Acesso em: jun. 2014.

BM&FBOVESPA. **Nível 2**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_Nivel2.pdf> Acesso em: jun. 2014.

BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/Folder_NovoMercado.pdf> Acesso em: jun. 2014.

BM&FBOVESPA. **Relatório sobre Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>> Acesso em: abr. 2015.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de Listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos->

[de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br](#)> Acesso em: jun. 2014.

CARVALHO, Antônio Gledson. Vários Autores. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

CONFIANÇA INVESTIMENTOS. **Índice de Sharpe**. Disponível em: <<http://www.confiancainvestimentos.com/blog/77-indice-de-sharpe>> Acesso em: jun. 2015.

CVM. **Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/investidor-em-acao/files/2011/04/cartilha-CVM-Governan%C3%A7a-Corporativa.pdf>> Acesso em: jun. 2014.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. trad. Jorge Ritter. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

ECONOMATICA. Banco de dados. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>> Acesso em: mai. 2015.

EXAME. **IBOV**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/indices/BVSP>> Acesso em: mar. 2015.

EXAME. **IGCX**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/indices/IGCX>> Acesso em: mar. 2015.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens; LEAL, R.P Câmara. Vários Autores. Apoio IBGC. **Governança Corporativa e Criação de Valor**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

G1. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/04/pedidos-de-falencias-sobem-573-em-marco-diz-serasa-experian.html>> Acesso em: abr. 2015.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

HCI. **Indicadores Financeiros**. Disponível em: <<http://hcinvestimentos.com/2012/07/23/indicadores-financeiros>> Acesso em: abr. 2015.

IBGC. **Conceito de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: jun. 2014.

IBGC. **Origens da Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>> Acesso em: jun. 2014.

IBGC. **Princípios de Governança Corporativa da OCDE**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Codigo.aspx?CodCodigo=12>> Acesso em: jun. 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **The nature of man**. Journal of Applied Corporate Finance, v.7, n2, 1994.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, v.3, 1976.

JORION, Philippe. **Value at Risk: a nova fonte de referência para a gestão do risco financeiro**. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 2003.

KLEIN, Benjamin. **Contracting costs and residual profits: the separation of ownership and control**. Journal of Law & Economics, v.26, 1985.

LAMB, Roberto. **Uma interpretação sobre o papel e a forma de atuação do Conselho Fiscal de uma S.A.** Porto Alegre: Escola de Administração da UFRGS, 2002.

LEAL, Gil Bernardo Borges. Vários Autores. Apoio IBGC. **Governança Corporativa em Tempos de Crise**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política**. São Paulo: Boitempo, 2013.

OLIVEIRA, S. L. de. **Tratado de metodologia científica: projetos de pesquisas, TGI, TCC, monografias, dissertações e teses**. São Paulo: Pioneira, 1997.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PORTAL ADMINISTRAÇÃO. **Stakeholders**. Disponível em: <<http://www.portal-administracao.com/2014/07/stakeholders-significado-classificacao.html>> Acesso em: abr. 2015.

PORTAL DO INVESTIDOR. **História do Mercado de Capitais**. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html> Acesso em: abr. 2015

PORTAL DO INVESTIDOR. **Mercado de Capitais**. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/introducao_geral/introducao_mercado.html> Acesso em: jun. 2014.

SEU GUIA DE INVESTIMENTOS. **Índice Beta**. Disponível em: <<http://seuguiadeinvestimentos.com.br/o-indice-beta-o-que-e-e-para-que-serve/>> Acesso em: jun. 2015.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. São Paulo: Nova Cultural, 1985. 2v.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

VILELLA, Paulo Alvarez. **Uma Investigação sobre a Contribuição do Índice de Renda Fixa de Mercado à Análise de Desempenho de Fundos de Investimento em Renda Fixa e de Fundos Balanceados**. 2002. 112f. Dissertação (Mestrado) – Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2002.

ZANELLA, Liane Carly Hermes. **Metodologia de Estudo e de Pesquisa em Administração**. Florianópolis: UFSC; [Brasília]: CAPES: UAB, 2009.