

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

VITOR HUGO MEURER

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RENTABILIDADE

Porto Alegre

2010

VITOR HUGO MEURER

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RENTABILIDADE

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. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre

2010

VITOR HUGO MEURER

GOVERNANÇA CORPORATIVA E RENTABILIDADE

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.

Banca Examinadora:

Prof. Me. Roberto Lamb - UFRGS

Orientador – Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – UFRGS

Conceito final:

Aprovado em _____ de _____ de _____.

RESUMO

Conforme os brasileiros passaram a diversificar as suas formas de investimentos, um mercado destacou-se, foi o mercado de capitais, fazendo com que a bolsa brasileira se tornasse cada vez mais globalizada, buscando aumentar a sua atratividade aos investidores nacionais e internacionais. Com isso foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa, nos quais as empresas com maior comprometimento em relação à boa governança listam suas ações para negociação. O foco deste estudo é verificar se a adesão e conseqüente negociação das ações nos níveis especiais de governança corporativa, reflete em um retorno diferenciado valorização das ações no mercado de capitais. Para tanto se toma como premissa que as empresas listadas neste segmento diferenciado realmente tenham uma gestão diferenciada, sustentada em uma maior transparência e prestação de contas adequada. Para definir se as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança têm apresentado um desempenho distinto, foram feitas comparações de rentabilidade e risco entre o índice de governança corporativa, o IGC, e o índice tradicional da Bolsa de Valores de São Paulo, o Ibovespa. Com estas análises e comparativos percebeu-se que existem diferenças de desempenho entre os níveis de governança do mercado de capitais brasileiro, contudo, isto não é garantia de uma rentabilidade positiva em relação ao mercado tradicional.

Palavras-chave:

Governança corporativa, mercado de capitais, rentabilidade.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Evolução da Inflação	17
Tabela 2 – Níveis do IGC.....	26
Tabela 3 – IPO's 2004-2007	41
Tabela 4 – Retorno Adicional e Retorno Anormal.....	53
Tabela 5 – Retorno Adicional e Retorno Anormal.....	59
Tabela 6 – Risco IGC.....	60
Tabela 7 – Risco Ibovespa.....	65

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Histórico Ibovespa	19
Gráfico 2 – Amostra NM.....	48
Gráfico 3 – Amostra N1	49
Gráfico 4 – Amostra N2.....	50
Gráfico 5 – IGC X Ibovespa.....	51
Gráfico 6 – AR IGC.....	52

SUMÁRIO

RESUMO	4
LISTA DE TABELAS	5
LISTA DE GRÁFICOS	6
SUMÁRIO	7
1 INTRODUÇÃO	9
1.1 PROBLEMA.....	10
1.2 JUSTIFICATIVA.....	11
2 OBJETIVOS	12
2.1 OBJETIVO GERAL.....	12
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	12
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	13
3.1 FATORES QUE MOTIVAM OS INVESTIDORES.....	13
3.2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	13
3.2.1 Ações.....	14
3.2.2 A Bolsa de Valores de São Paulo.....	14
3.2.3 Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa).....	15
3.2.3.1 Composição do índice da bolsa de valores de São Paulo (Ibovespa).....	19
3.3 NÍVEIS DE GOVERNANÇA.....	21
3.3.1 Índice de Governança Corporativa - IGC.....	21
3.3.2 Bovespa Mais.....	22
3.3.3 Nível 1.....	23
3.3.4 Nível 2.....	24
3.3.5 Novo Mercado.....	25
3.4 RENTABILIDADE.....	27
3.5 A IMPORTÂNCIA DA BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	27
3.6 CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	28
3.7 HISTÓRIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	29
3.7.1 Fatores Externos.....	30
3.7.2 Fatores Internos.....	31
3.8 DEFINIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	31
3.8.1 Valores.....	32
3.8.2 Dimensões.....	33
3.9 DIFUSÃO MUNDIAL DOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	34
3.9.1 Evolução da Governança Corporativa.....	35
3.9.2 Avaliações.....	37

3.10 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	37
3.10.1 Nova Estrutura do Mercado de Capitais	38
3.10.1.1 Forças Estimuladoras da Governança Corporativa no Brasil	38
3.10.1.2 Tendências	40
3.10.1.3 Tendências Brasileiras	42
4 METODOLOGIA	43
4.1 LEVANTAMENTO DE DADOS - AMOSTRA	45
4.1.1 Avaliações dos Dados	46
5 ANÁLISE	46
5.1 NOVO MERCADO	47
5.2 NÍVEL 1	48
5.3 NÍVEL 2	49
5.4 IGC x IBOVESPA	50
5.5 COMPARAÇÕES	52
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	54
REFERÊNCIAS	56
ANEXOS	59

1 INTRODUÇÃO

Após um grande período conturbado - no qual ganhava notoriedade o investimento em renda variável, com o fundo 157, criado pelo Decreto Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, no qual o governo estimulava o investidor a optar por investir parte do seu imposto de renda devido na aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras à sua escolha - de ditadura, hiperinflação, desvalorização da moeda, crescimento da dívida externa, o Brasil atingiu uma maior maturidade econômica e um momento de relativa tranquilidade financeira no final dos anos 90 e início do século XXI. Muitos motivos justificam estes fatos, como a estabilidade da moeda, a definição da política de câmbio flutuante administrado, o desenvolvimento do país, o controle da dívida externa, a contenção da inflação e conseqüentemente a diminuição da taxa de juros.

Este último fator trouxe muitas conseqüências para a população, permitiu o aumento do consumo interno, popularizou uma forma de consumo antes menos usual, que é a compra a prazo, atualmente muito difundida e influenciou significativamente a forma como os brasileiros aplicam seu dinheiro. O que aconteceu foi que com a diminuição da taxa básica de juros, os investimentos em renda fixa e títulos públicos se tornaram menos atraentes e rentáveis, equiparando-se ao que ocorre em alguns países mais desenvolvidos. E da mesma forma que nos países de primeiro mundo, os brasileiros “abriram os olhos” para uma forma mais arrojada de investimento, que é o investimento em renda variável, no caso o investimento em ações.

No Brasil a aplicação em ações se dá através da Bovespa, a bolsa de valores de São Paulo (embora ainda exista o mercado de balcão), a qual refletiu esse aumento de fluxo de capitais com uma valorização expressiva do seu principal índice e também das ações que compõe esse índice, chamado Ibovespa.

Paralelamente ao aumento no fluxo de capitais da Bovespa, também cresceu o número de empresas interessadas nesta forma de financiar seus investimentos, que é a abertura de capital e negociação de ações na bolsa de valores, com o objetivo de captar investimentos de terceiros.

A abertura de capital é feita através da oferta pública de ações por intermédio da bolsa de valores, este processo é chamado de oferta pública inicial, conhecido com IPO (*initial public offer*). Como consequência natural, a negociação na bolsa de valores se tornou uma maneira cada vez mais popular de investimento e especulação financeira. Contudo, não se trata de uma forma garantida de sucesso, pois como dito, é um modo de investimento em renda variável, o qual pode trazer grandes ganhos e grandes perdas também.

Para tornar o investimento mais transparente, foram implantados em 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, os Níveis Diferenciados de governança corporativa, os quais são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de estimular, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, bem como proporcionar maior segurança para os investidores.

1.1 PROBLEMA

Conforme consulta ao site do Instituto Brasileiro de governança corporativa (www.ibgc.org.br), no Brasil os conselheiros profissionais e independentes surgiram em resposta ao movimento pelas boas práticas de governança corporativa e à necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, visando tornarem-se mais atraentes para o mercado. O fenômeno foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo.

A abertura e conseqüente modificação na estrutura societária das empresas também ocorreu no mercado financeiro. Houve aumento de investimentos de estrangeiros no mercado de capitais, o que reforçou a necessidade das empresas se adaptarem às exigências e padrões internacionais. Assim, as práticas da

governança corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores. Um exemplo é a Lojas Renner, pertencente ao Novo Mercado e que possui grande parte de suas ações nas mãos de grupos de investidores estrangeiros, os quais demonstraram ainda mais interesse após a adesão de práticas de governança corporativa por parte da empresa e do mercado nacional.

Após pressões por parte dos investidores o mercado acionário brasileiro passou a dar maior atenção e importância às práticas de governança corporativa e assim, segundo o IBGC, como resultado dessa necessidade de adoção das boas práticas de governança, foi publicado em 1999 o primeiro código sobre governança corporativa, o qual é constantemente aperfeiçoado e adequado às práticas mais recentes do mercado globalizado. Em busca de tal adequação a Bolsa de Valores de São Paulo criou segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa.

Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Com isso buscou-se estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas, e espera ter como resultado a redução das incertezas no processo de avaliação, de investimento e de risco. Almeja também o aumento de investidores interessados e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. Resultados que acarretam benefícios para investidores, empresa, mercado e Brasil.

1.2 JUSTIFICATIVA

Atrelando o interesse em investimentos mais rentáveis, a onda de estudos sobre o mercado de capitais e o crescente aumento de IPO's, este trabalho busca explorar as relações, se existirem, entre a adesão das empresas às práticas de governança corporativa e a maior segurança e rentabilidade em suas performances na Bolsa.

Considerando este grande esforço de regulamentação de uma maior governança corporativa, será que isto está sendo refletido na Bolsa, nos investimentos e no risco?

Portanto, o estudo busca se de fato o investidor pode considerar-se mais seguro ao investir nos níveis mais avançados de governança corporativa e se deve esperar um retorno diferenciado em relação ao nível do Ibovespa e das demais ações listadas no mercado tradicional.

Isso se torna ainda mais relevante por tratar-se de um tema relativamente novo no Brasil e por não termos uma posição definitiva sobre os resultados das avaliações propostas.

Espera-se que se desenvolva um estudo relevante, fornecendo mais informações e embasamento para quem deseja participar do mercado de capitais, como investidor e para aqueles que buscam novos conhecimentos sobre o mesmo.

2 OBJETIVOS

Verificar como os níveis de governança corporativa têm se relacionado com índice das ações.

2.1 OBJETIVO GERAL

Serão analisados indicadores de rentabilidade e valorização do índice de governança corporativa e do mercado tradicional. A finalidade é verificar se as empresas que optaram pela adoção da boa governança corporativa têm atingido melhores resultados no mercado acionário em contrapartida das companhias que não a aderiram.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Confrontar as oscilações dos níveis diferenciados de governança corporativa com a tendência do índice Ibovespa;
- Analisar as mudanças nos indicadores de rentabilidade e valorização das companhias listadas no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e mercado tradicional;

- Apontar tendências, verificadas de forma empírica, para o comportamento das ações nos diferentes níveis.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Baseada nas obras de grandes autores, é o momento no qual são explicadas as premissas sobre o tema a ser estudado, bem como pontos importantes da sua história.

3.1 FATORES QUE MOTIVAM OS INVESTIDORES

O aumento da competitividade global acelerou a importância do mercado de capitais para a economia em geral e, assim, para os agentes que nele atuam: as empresas por necessitarem cada vez mais de recursos não-exigíveis para viabilizar os investimentos em escala e qualidade para competir com êxito; os indivíduos por confiarem cada vez menos nos mecanismos públicos de previdência social e precisarem formar poupança de longo prazo num mundo de juros declinantes. Dessa forma a busca por alternativas se intensificou nos últimos anos.

De acordo com Filho e Misumi (2002), os indivíduos buscam economizar no presente para que possam gastar mais no futuro, o que pode ser visto como investir hoje para colher os frutos no futuro. Esta poupança ou disponibilidade financeira pode ser investida para aumentar as possibilidades de consumo futuramente. Contudo, esta aplicação deve ser muito bem planejada para que os objetivos sejam alcançados futuramente. Para isso observa-se o “tripé da análise de investimentos”, composto por rentabilidade, liquidez e risco. Estes aspectos são intimamente ligados e a preferência por um, representa a aceitação de perda em outro.

3.2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Hoje o mesmo encontra-se muito concentrado na bolsa de valores de São Paulo, a Bovespa, sobre a qual tratam os próximos capítulos.

3.2.1 Ações

Conforme Filho e Ishikawa (2000) ações são títulos que representam frações do capital de uma empresa, denominada sociedade anônima, a qual pode ser de capital fechado ou aberto. As ações são utilizadas como forma de financiamento e captação de recursos, podendo ser classificadas em dois grupos:

- Ações ordinárias: são as ações que conferem aos proprietários o direito de votar nas assembleias gerais e extraordinárias e participar das eleições dos conselhos administrativo e fiscal;
- Ações preferenciais: embora normalmente não dêem o direito a voto elas conferem à preferência quanto ao recebimento de dividendos e em caso de dissolução da empresa dão preferência quanto ao reembolso de capital. Contudo, os acionistas preferenciais passam a ter direito a voto quando a empresa passa três anos sem pagar dividendos, quando os títulos são conversíveis em ações ordinárias e quando, por resolução interna da empresa, passam a dar direito a voto (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

3.2.2 A Bolsa de Valores de São Paulo

Na América Latina a BOVESPA é a maior negociadora de ações, chegando a concentrar 70% do volume das negociações do subcontinente. É uma entidade auto-reguladora, fundada em 23 de agosto de 1890, que opera sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), esta criada pela lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, publicada no Diário Oficial da União, visando disciplinar o mercado de capitais. A partir de outubro de 2007 passou a ser listada e negociada no mercado de capitais brasileiro e em 2008 ocorreu a fusão com a BM&F (bolsa de mercadorias e futuros) o que as transformou na segunda maior bolsa das Américas e passou a ser conhecida como Nova Bolsa.

3.2.3 Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa)

Mais importante indicador do mercado de ações brasileiro, o Índice Bovespa, é um indicador de desempenho que considera a evolução do preço das ações através de pontos. Foi criado em 1968, até então o indicador mais importante era o da bolsa de valores do Rio de Janeiro, o Ibovespa surgiu com o valor-base de 100 pontos e já chegou a ultrapassar os 70 mil pontos.

Conforme estudos do histórico deste índice, podemos perceber muitos fatos marcantes na economia e política tanto nacionais como mundiais, os quais influenciaram diretamente o índice brasileiro. Seguem listados alguns exemplos históricos marcantes consultados na Corretora Solidus S/A e na página da internet do blog Ondas Financeiras, que influenciaram o Ibovespa e também outros fatos relevantes no mercado de capitais:

- 1968: criação do Ibovespa;
- Em 8 de fevereiro de 1971 foi criada a NASDAQ (Sistema Eletrônico de Cotação da Associação Nacional de Intermediários de Valores) responsável por negociar ações das empresas de tecnologia nos Estados Unidos;
 - Maio de 1971: euforia provocada pelo “milagre brasileiro” e aumento expressivo do número de companhias a negociarem seus títulos em bolsa;
 - Outubro de 1973: primeiro choque do petróleo, aumento no preço do barril de petróleo proporcionado pela OPEP, protestando contra os EUA, em até 400% em poucos meses, precedendo um longo período de baixa valorização do principal índice da Bovespa e recessão no país norte americano;
- 1976: criação da CVM;
- 15 de dezembro de 1976: Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976);
 - Segundo semestre de 1979, grande desvalorização do cruzeiro e segundo choque do petróleo. Ambos contribuíram para que a Bovespa alcançasse a menor cotação dos últimos 10 anos;
- 1980: grande escalada dos juros no mercado externo e valorização do dólar norte americano, consequente queda do índice da bolsa brasileira;

- 1984: Diretas Já, mobilização reunindo 1,5 milhão de pessoas – eminente fim da ditadura militar após mais de duas décadas;
- 1985: eleição de Tancredo Neves – grande fervor nacional e otimismo com o governo democrático possibilitando uma representativa recuperação na bolsa;
- 1986: surge o Plano Cruzado para frear a inflação e congelar os preços, e com ele uma rápida euforia no mercado de capitais nacional;
- Ainda em 1986: sinais de enfraquecimento do Plano Cruzado, descongelamento dos preços e elevação da taxa de juros – como consequência o resultado foi uma das maiores quedas históricas do Ibovespa;
- 1987: após fracasso do Plano Cruzado II, o qual visava restabelecer a economia nacional pós-Plano Cruzado I, surgiu o plano Bresser em junho deste ano buscando diminuir o déficit nas finanças públicas. Foi um projeto que também fracassou, a inflação disparou e a bolsa continuou seu declínio, bem como a bolsa de Nova Iorque;
- 1988: redemocratização e promulgação da nova ordem nacional, a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 – definição de eleições diretas para presidência. Ocorreu uma rápida valorização do principal índice do mercado de capitais brasileiro;
- Grande queda nos mercados de capitais nacionais em 1989, caso Nahas, megainvestidor que manipulava preços de ações, utilizava-se de financiamentos bancários, informações privilegiadas e “laranjas” para fazer negócios irregulares e faturar no mercado acionário;
- Plano Collor em 1990, contribuiu para a queda do mercado de capitais;
- 1991: breve freada na inflação com o plano Collor II, entrada de investidores estrangeiros no mercado acionário nacional e consequente valorização do mesmo – no mesmo período o mundo vivia o fim da URSS;
- 1992: nova queda, influenciada pela CPI de PC Farias e impeachment de Fernando Collor de Melo;
- Dezembro de 1992: novo fôlego dado pela retomada das privatizações e recuperação das tarifas públicas;
- 1994 até 1997: período de tranquilidade e valorização com a eleição de Fernando Henrique Cardoso e criação do Plano Real. O jornalista e sociólogo

Joelmir Beting disse a seguinte frase quando da implementação do Plano Real em 1994:

Aqui jaz a moeda que acumulou, de julho de 1965 a junho de 1994, uma inflação de 1,1 quatrilhão por cento. Sim, inflação de 16 dígitos, em três décadas. Ou precisamente, um IGP-DI de 1.142.332.741.811.850%. Dá para decorar? Perdemos a noção disso porque realizamos quatro reformas monetárias no período e em cada uma delas deletamos três dígitos da moeda nacional. Um descarte de 12 dígitos no período. Caso único no mundo, desde a hiperinflação alemã dos anos 1920. (Joelmir Beting, 1994 – (http://pt.wikipedia.org/wiki/Plano_Real)).

Tabela 1: Evolução mensal da inflação, antes e depois do Plano Real:

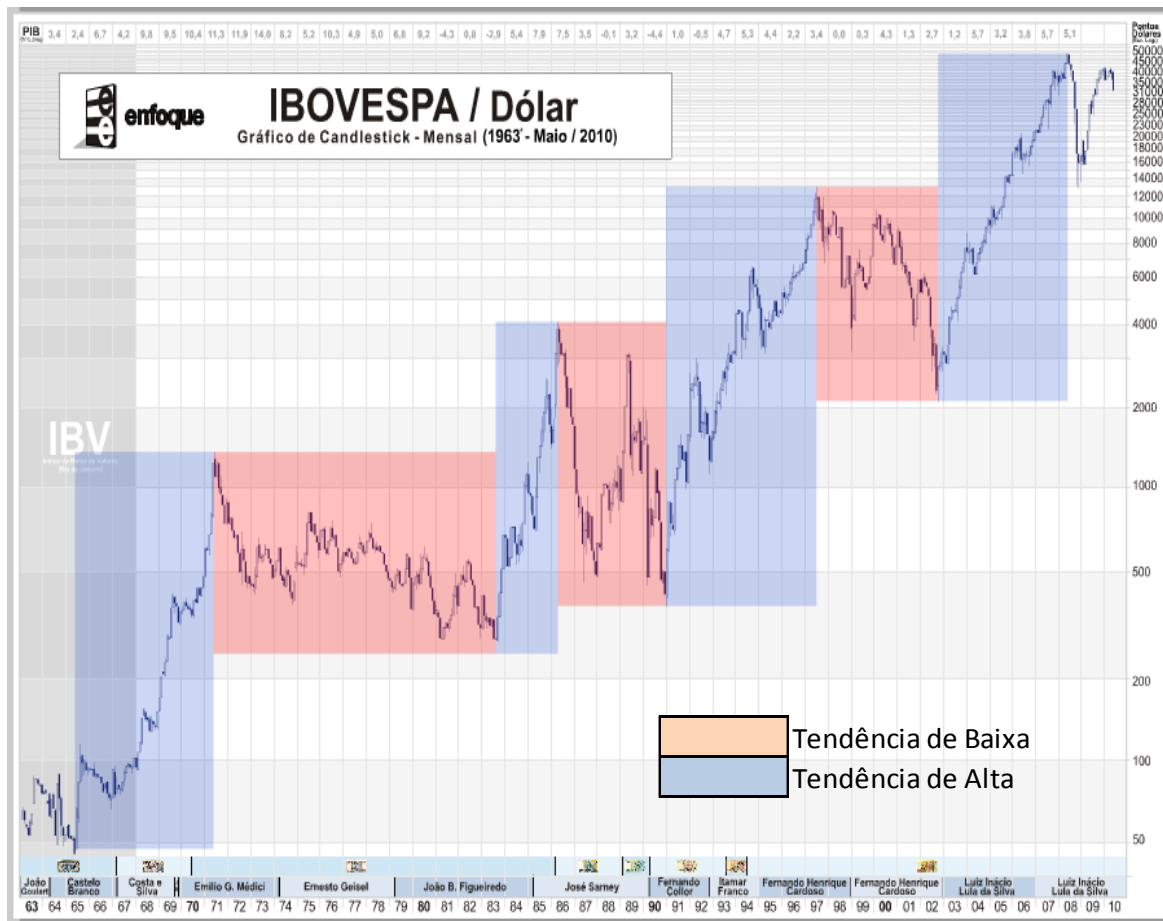
Período	Evolução Mensal da Inflação
mai/93	32,27%
jun/93	30,72%
jul/93	31,96%
ago/93	33,53%
set/93	36,99%
out/93	35,14%
nov/93	36,96%
dez/93	36,22%
jan/94	42,19%
fev/94	42,41%
mar/94	44,83%
abr/94	42,46%
mai/94	40,95%
jun/94	46,58%
*01/07/1994	6,08%
ago/94	5,46%
set/94	1,51%
out/94	1,86%
nov/94	3,27%

*implantação do Plano Real

Fonte: valores divulgados pelo Banco Central

- 1997: crise asiática e reformulação na lei das SA's versando sobre limite aos controladores e limite na emissão de ações preferenciais pelas empresas, dentre outros temas;
- 1998: o Brasil demonstra reflexos diretos causados pelas crises asiática (1997-1998) e russa (1998), pois instaurou-se uma receio mundial em relação aos países emergentes e, desta forma, muitos investidores deixaram o país;
- 2000: em março deste ano ocorreu o estouro da bolha das empresas "ponto com", após um vertiginoso disparo o índice da NASDAQ, bolsa na qual eram negociadas estas ações, sua cotação passou dos 5 mil pontos para menos da metade disso em poucos meses;
- Entre dezembro de 2000 e 2003: período de representativa baixa na rentabilidade do Ibovespa, mesmo com a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa. Neste período ocorreram a crise da Argentina, o atentado de 11 de setembro, a nova lei das SA's (após um árduo trabalho a lei abordou temas como: debêntures, concessão do direito de arbitragem à CVM e outros), a primeira eleição de Lula para presidência, dentre outros fatos;
- Segundo semestre de 2003 até metade de 2008: período de maior estabilidade nacional e internacional, confiança nos países emergentes e disparada do índice Ibovespa, paralelamente ao índice IGC, o recém criado medidor de rentabilidade das empresas com maior comprometimento referente à governança corporativa.

Gráfico 1 - Síntese histórica do índice Ibovespa (1968-2009).



Fonte: Enfoque Informações Financeiras Ltda. (2010).

3.2.3.1 Composição do índice da bolsa de valores de São Paulo (Ibovespa)

As ações que formam este índice correspondem a mais de 80% do volume negociado no mercado à vista, nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período. Portanto, o critério de corte é a liquidez do papel. De quatro em quatro meses o índice é atualizado, buscando verificar as mudanças de liquidez e de participação no mercado das ações que o compõe.

Segundo demonstrações de Filho e Ishikawa (2008), o Ibovespa é apurado mediante o somatório da equação na qual multiplica-se o preço de cada uma das

ações formadoras do índice pela sua participação no mesmo. Segundo a Bovespa, isto representa o somatório dos pesos de cada ação no índice:

$$IBOVESPA_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} * Q_{i,t}$$

Onde:

$Ibovespa_t$ = Índice Bovespa no instante t

n = número total de ações componentes da carteira teórica

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

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

Podemos perceber de acordo com consulta ao site especializado InfoMoney (2010), que a composição do referido índice mudou completamente no decorrer dos mais de 40 anos da sua criação. Terra-Pereira (2010) publicou no mesmo portal, InfoMoney, em março de 2010, que das 27 ações negociadas na abertura do Ibovespa, apenas três ativos nunca deixaram a carteira: os da Vale, da Souza Cruz e da AmBev, que entrou como Antarctica. Quanto ao volume a autora menciona que quando lançado, o volume médio diário de negociações girava em torno, do que hoje, corrigido pelo IGP-DI (Índice Geral de Preços), equivaleria a pouco mais de R\$ 5,4 milhões, um valor irrisório comparado ao volume médio diário atual do índice, que no primeiro semestre de 2010 se apresenta redor dos R\$ 6 bilhões.

Em comparação à quantidade total de diferentes ações de diversas empresas que compõe este referencial, podemos verificar que sua composição mais que dobrou nas quatro décadas desde sua criação. Criado com referência em 27 ações, o índice iniciou o ano de 2010 com 63 diferentes "papéis" compondo a sua carteira.

3.3 NÍVEIS DE GOVERNANÇA

3.3.1 Índice de Governança Corporativa - IGC

Segundo o que Merton e Bodie (1999) destacam, as companhias de capital aberto têm o objetivo declarado de criar valor para seus acionistas e isto é feito, dentre outras formas, demonstrando comprometimento com a divulgação de informações como indicadores de desempenho contábil-financeiro (liquidez, alavancagem, imobilização, rotatividade, lucratividade, rentabilidade, cobertura e relação preço/lucro) e informações do mercado com caráter mais qualitativo (administração, clientes, fornecedores, concorrência, setor, riscos sistêmicos etc.).

Como procedimento de adesão às práticas de boa governança passou a ser valorizado pelo mercado, a Bovespa começou a mensurar a valorização destas companhias de forma separada, criando o IGC, índice de governança corporativa, o qual é composto pelas ações de empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, as quais são divididas em quatro segmentos distintos, com pesos diferenciados na formação do índice: conforme informa a Bovespa as ações constituintes da carteira do índice serão ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado por um fator de governança. Esse fator será igual a dois para os papéis do Novo Mercado, um e meio para os papéis do Nível 2 e um para os papéis Nível 1.

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

O IGC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}}$$

Onde:

$IGC_{(t)}$ = valor do índice no dia t;

$IGC_{(t-1)}$ = valor do índice no dia t-1;

n = número de ações integrantes da carteira teórica do índice;

$Q_{i,t-1}$ = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1. Na ocorrência da distribuição de proventos em ações do mesmo tipo pela empresa, refere-se à quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1, recalculada em função deste provento;

$P_{i,t}$ = preço da ação i no fechamento do dia t;

$P_{i,t-1}$ = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

3.3.2 Bovespa Mais

O Bovespa Mais é o segmento administrado pela Bovespa de listagem do mercado de balcão, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

As empresas candidatas ao Bovespa Mais são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio porte que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma importante fonte de recursos.

No Bovespa Mais, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, o que é refletido na adoção de elevados padrões de governança corporativa; na busca da liquidez das suas ações; e na postura pró-ativa para conquista de investidores.

3.3.3 Nível 1

O Nível 1 contempla apenas as regras de transparência e de dispersão acionária estabelecidas no Novo Mercado e no Nível 2, com exceção da obrigação de divulgação de demonstrativos financeiros em padrão internacional (IFRS ou US GAAP).

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que

contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à Bovespa, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.

- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.

- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.

- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

3.3.4 Nível 2

As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários.

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

3.3.5 Novo Mercado

O Regulamento de Listagem no Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança corporativa Nível 2 contemplam tanto regras de transparência e de dispersão acionária quanto regras de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários. A principal diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é justamente a possibilidade das Companhias do Nível 2 em ter ações preferenciais na sua estrutura de capital das companhias.

Sob a ótica das companhias, aquelas que se enquadrarem às regras do Novo Mercado poderão obter do mercado uma melhor precificação de suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de captação. No Novo Mercado são negociadas apenas ações com direito a voto, ações ordinárias, o que permite ao investidor ter uma presença mais ativa. A proposta do Novo Mercado é oferecer mais garantias para os investidores mediante elevados padrões de governança corporativa e maior grau de transparência, associados à existência de uma Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos.

Tabela 2: Comparativo entre os níveis de governança da Bovespa:

Indicador	Bovespa Mais	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Mercado Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra adicional
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara Arbitragem Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo
Exemplos de Empresas	Nutriplant	OGX PETROLEO, REDECARD, LOJAS RENNERT, MRV	MARCOPOLO, GOL, TAM S/A	RANDON PART, SADI S/A, USIMINAS, UNIBANCO, GERDAU MET	PETROBRAS, VIVO, TIM, TELEMAR

Elaborado pelo autor com fonte nos dados da Bovespa 2008

3.4 RENTABILIDADE

Conforme demonstram Filho e Ishikawa (2008), o retorno de uma ação em um momento t , é o seu preço atual subtraído do preço em $t-1$, divididos pelo valor do preço em $t-1$.

Segundo Campbell, Lo e MacKinlay (1997) o desempenho de determinada ação é considerado anormal quando comparado a algum *benchmark*. Neste estudo o comparativo será o índice Ibovespa, pois é o indicador de maior exposição e conhecimento dos investidores.

Os autores definem que o retorno anormal para uma dada ação em um determinado período é a diferença entre o retorno efetivo observado e o retorno gerado por um modelo de estimação.

3.5 A IMPORTÂNCIA DA BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A importância da boa governança corporativa só aumenta na medida que o tamanho das companhias crescem, bem como o seu peso no PNB (produto nacional bruto) das nações e sua propriedade se dissipa, segundo Andrade e Rossetti (2007) a ponto de o acionista majoritário possuir menos de 2% do capital de uma corporação. Surgia uma tendência moderna na qual o poder é exercido por uma gestão e não pela propriedade.

Para isso é fundamental que as informações corporativas sejam de qualidade, confiança e que se estabeleçam modelos sólidos de gestão. Com isso espera-se que os negócios tornem-se mais seguros e menos expostos aos riscos tanto de gestão como os riscos externos, o que paralelamente deverá aumentar a confiança do investidor.

Além da eminente necessidade de melhores práticas de gestão na virada do milênio, tomou força uma grande pressão pelo desenvolvimento e adesão às

melhores práticas de governança corporativa guiada por autoridades reguladoras, mercado de capitais, investidores e associações de administradores.

Dado o ambiente propício e estimulante com o desenvolvimento de temas como a sustentabilidade e responsabilidade econômica, social e ambiental, as melhores práticas de governança corporativa encontraram o espaço necessário para seu desenvolvimento. Paralelamente a isto surgiram as empresas de *avaliação específica para o campo da governança corporativa*, para avaliação, fiscalização e classificação dos níveis de governança, muito estimuladas por escândalos descobertos no período. Somam-se a estes motivos o incentivo de órgãos como o G8 (g8.gc.ca/), o FMI (www.imf.org/) e a OCDE (www.oecd.org/), visando a integração dos mercados mundiais e o crescimento econômico.

Com a separação entre proprietários e gestores, os primeiros passaram a ter três interesses principais que são a parcela do lucro distribuída como dividendos, o aumento do valor de mercado da companhia, ou seja, a valorização das suas ações e a possibilidade de receber pela sua parcela de ações em caso de venda da organização. Por outro lado, conforme Berle e Means (1965) apud Soto (2003) mencionam que os interesses dos gestores focam em atingir o reconhecimento, o poder, prestígio e riqueza, e para tanto, muitas vezes, impõe decisões às empresas que favorecem somente seus interesses particulares

3.6 CONFLITOS DE AGÊNCIA

Esta diferença de interesses citada anteriormente entre proprietários e gestores deu margem ao surgimento dos conflitos de agência. O ambiente para que surgissem os conflitos de interesses passou a existir principalmente por dois principais motivos: os fundadores das empresas se viam sem saída por não possuírem na família sucessores com os mesmos talentos e assim tinham que buscar seus gestores no mercado, por outro lado, muitos casos ocorreram pela dispersão acionária promovida por companhias que buscavam um rápido e eficiente financiamento através da venda de suas ações.

De acordo com o Axioma de Klein, existem situações que exigem ações pontuais dos gestores, o que muitas vezes vai de encontro aos anseios dos acionistas (ANDRADE E ROSSETTI, 2007). Ainda pode-se acrescentar que os interesses próprios e utilitários tendem a mover muito mais as pessoas que as vontades alheias, como indicam o Axioma de Jensen e Meckling, o qual sugere a inexistência de agente perfeito.

Verificam-se duas características de conflito, primeiro em empresa com pulverização acionária, nas quais as decisões ficam quase que exclusivamente nas mãos dos administradores e não dos proprietários, em um segundo momento, existem os casos de concentração de ações nas mãos de uns poucos acionistas majoritários que pode levar a uma outra categoria de conflito, o conflito entre acionistas majoritários e minoritários.

3.7 HISTÓRIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os conflitos de agencia gerados pela estrutura acionaria, seja ela concentrada ou fracionada, são os motivos mais evidentes para o despertar da governança corporativa, mas não são os únicos motivos. A estes se somam os fatores gerados pelo novo perfil do mundo de negócios, o qual surgia a partir da segunda metade da década de 1980, período no quais as empresas necessitavam de adaptações internas e externas para se enquadrarem em um mercado globalizado e cada vez mais competitivo.

Com o intuito de preservar a boa administração organizacional instaurou-se a criação dos conselhos de administração, os quais, em um primeiro momento, se apresentaram pouco eficazes em proteger os direitos dos acionistas. Somente com a dispersão das boas práticas de governança corporativa os conselhos passaram a ter uma atuação mais notória, mesmo porque a legislação passou a exigir isto. Conforme Andrade e Rossetti, 2007, uma grande mudança foi a alternância dos membros, que passou a ser regra.

Com isso aumentou a fiscalização frente àqueles gestores que agiam exclusivamente em busca de objetivos particulares, que praticavam a autopremiação, a manipulação de resultados e a gestão focada no curto prazo, a qual gera uma falsa aparência de desenvolvimento organizacional. A partir desta constatação começou a ganhar espaço uma moderna forma de remuneração, a qual se expandiu muito nos anos 90 e consiste em remunerar os altos gestores com relação direta com a valorização das ações da empresa. Esta forma de alinhar interesses de acionistas e gestores foi bem sucedida por muitos anos, contudo, passou a ser questionada a partir da crise de 2007, a qual resultou em brusca desvalorização das ações, o que acabaria com a remuneração dos altos gestores.

3.7.1 Fatores Externos

Conforme mencionado anteriormente, a globalização foi fator determinante no desenvolvimento da governança corporativa, difundindo o tema de forma mundial, servindo de combustível para a mesma, ainda mais nas décadas finais do século XX, com o final da URSS, com a união da Europa, surgimento da União Européia e outros diversos blocos de cooperação econômica, neste momento, com o ambiente externo favorável, a cooperação para a integração do mercado mundial deveria passar a ser de dentro das empresas para fora. Neste momento as melhores prática de governança corporativa tiveram papel de destaque.

Esta crescente interdependência entre as nações proporcionada pela globalização, fez com que as empresas multinacionais passassem a se adaptar às crescentes exigências do mercado internacional, isto as fez ganhar destaque em seus países, o que estimulou a adaptação de suas concorrentes em âmbito nacional, visando também se tornarem atraentes aos investidores internacionais.

Estes investidores internacionais tiveram importante papel no incentivo à governança corporativa, pois era exatamente o que buscavam em empresas estrangeiras, que por sua vez investiam cada vez mais nesse sentido justamente visando atrair estes investidores globalizados. Junto a isto se somou a pressão dos

investidores corporativos nos órgãos reguladores, que ganhavam mais importância e campo de atuação.

Surgiam leis mais severas, como a lei de Sarbanes-Oxley, criada nos Estados Unidos em 2002, a qual visava garantir mecanismos de auditoria e segurança para as empresas, de modo a mitigar os riscos para os investidores. Também abordou as responsabilidades dos diretores executivos e financeiros, a avaliação das divulgações trimestrais e os relatórios financeiros. O objetivo era tornar as empresas organizações mais confiáveis, dificultando a ocorrência de fraudes.

3.7.2 Fatores Internos

Conforme Andrade e Rossetti (2007), foram as mudanças ocorridas nas empresas devido principalmente às exigências do ambiente de negócios. Um exemplo foram as mudanças societárias, como fusão, aquisições e cisões, muitas com o envolvimento de capital estrangeiro e assim, novas formas de gerências. Soma-se a isso a necessidade de flexibilização das empresas e assim as estratégias passaram a ser revisadas, considerando possíveis alianças e outros interesses.

Este reordenamento organizacional fez com que crescesse muito a profissionalização da gestão e a clareza na definição de interesses dos acionistas, da direção e do conselho de administração.

3.8 DEFINIÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Em sua concepção a governança corporativa foi vista como as questões envolvidas nos conflitos entre gestores e proprietários e entre acionistas majoritários e minoritários. Atualmente existe uma visão mais ampla sobre o tema, contudo, todas com o objetivo do máximo retorno a longo prazo. Esta abordagem passa a abranger uma gama maior de *stakeholders* ao mesmo tempo.

Conceitos:

Mesmo sendo influenciada por uma ampla gama de fatores, a governança corporativa possui quatro vertentes principais de conceitos a seu respeito:

- Guardiã de direitos: conforme Monks e Minow (2004) apud Andrade e Rossetti (2007) é um conjunto de leis que asseguram os direitos a informações, as quais vão fundamentar adequadamente as decisões a serem tomadas. Blair vai mais além e afirma que são meios que ajustam os interesses em conflito entre acionistas e dirigentes de alto nível. Complementando Willianson (1985), citado por Andrade e Rossetti (2007) destaca que a governança corporativa trata da justiça, da responsabilidade e da transparência que as empresas devem apresentar frente à sociedade.
- Sistema de relações: de acordo com Shleifer e Vishny (1997), apud Andrade e Rossetti (2007), a governança corporativa se trata de um conjunto de relações o qual visa assegurar o retorno dos esforços e dos investimentos do conselho de administração, da direção e dos acionistas. Já o IBGC (www.ibgc.org.br) ainda inclui a auditoria independente e o conselho fiscal nesta relação.
- Estrutura de poder: atua nas questões relacionadas aos processos de tomada de decisão, exercício da liderança e controle de interesses.
- Sistema normativo: é a vertente que trata a governança corporativa com forma de monitorar as corporações através de estruturas legais e termos contratuais.

3.8.1 Valores

É o ponto no qual são tratados os valores que sustentam a governança corporativa, suas concepções, práticas e processos. São divididos, por Andrade e Rossetti (2007), em quatro principais frentes:

Integridade ética, senso de justiça, exatidão na prestação de contas, conformidade legal, transparência.

- *Fairness*: aborda a justiça, equidade, respeito e os direitos no tratamento dos acionistas sejam minoritários, como majoritário e controladores.
- *Disclosure*: visa assegurar a transparência na divulgação das informações corporativas.
- *Accountability*: trata das práticas responsáveis de auditoria e prestação de contas.
- *Compliance*: busca assegurar o cumprimento das normas reguladoras, estatutos sociais, regimes internos e adequação as instituições legais em cada país.

Mais do que meras definições, estes valores devem estar presentes no exercício da função dos órgãos que praticam a governança corporativa, constituindo parte essencial de suas boas práticas.

3.8.2 Dimensões

São derivadas da ética que deve gerir o mundo dos negócios a qual é essencial para a longevidade das organizações. Conforme Andrade e Rossetti, 2007, são conhecidas como os P's da governança:

- **Propriedade**: uma das principais razões do despertar da governança corporativa, a pulverização da propriedade foi marcada pelos conflitos de agência. Contudo, a governança corporativa não se aplica somente as empresa de capital aberto, as boas práticas são fundamentais também nas empresas de capital fechado, contribuindo para a perenidade da organização.
 - **Princípios**: como os valores, são a base da ética na gestão.
 - **Propósitos**: como principal propósito se destaca a contribuição para o máximo retorno de longo prazo para os *stakeholders*, buscando a maior conciliação de interesses possível.
 - **Poder**: definido pela relação entre órgãos de governança corporativa, estabelece a separação de funções e responsabilidades entre a gerência e o conselho de administração, mas não faz com que as decisões organizacionais de alto impacto deixem de ser compartilhadas.

- **Processos:** englobam desde a constituição dos conselhos de administração, passando pela direção executiva e sistema de auditoria. A partir desse ponto se estabelecem as relações entre eles e a forma de funcionalidade, avaliando os riscos externos e internos, visando os melhores resultados.
- **Práticas:** visa a conciliação e a gestão de conflitos no interior das empresas, diminuindo as possibilidades de oportunistas. Andam lado a lado com os processos, visando a condução adequada dos negócios.
- **Perenidade:** um dos objetivos finais e unânimes em qualquer empresa é facilitada pela gestão saudável.

3.9 DIFUSÃO MUNDIAL DOS CÓDIGOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um papel importante para a expansão das melhores práticas de governança corporativa foi o que uma organização mundial executou, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, seguindo a tendência que se expandia em um nível mundial, criou um grupo para estudo, desenvolvimento e divulgação dos princípios de governança corporativa. Os resultados foram divulgados em 1999 e destacaram que se busca a integridade do desenvolvimento econômico, a participação dos órgãos reguladores de mercado de capitais e dos governos, mas também indicavam que não existia um modelo único e universal, sendo assim, cada nação deveria se mobilizar para avaliar as suas necessidades.

Como uma das principais características dos princípios é a sua adaptabilidade e a sua natureza evolutiva, em 2002 a OCDE iniciou um processo de revisão dos princípios, processo este que contou com a colaboração do Banco Mundial e do FMI. Já com mais experiência e com noção da contribuição das práticas de governança corporativa, em 2004 a OCDE divulgou os resultados, os quais destacaram a importância das organizações em relação às economias nacionais e a noção de que a boa governança se tornava cada vez mais importante também para grupos exteriores aos acionistas.

Não foram somente as organizações que se mobilizaram no intuito de promover a governança corporativa: até 1998, oito países organizaram suas

práticas de governança corporativa em códigos, porém nos oito anos seguintes mais 50 países fizeram o mesmo, inclusive o Brasil, em 1999.

Atualmente muitos países ensaiam lançar seus códigos, enquanto outros já providenciam as revisões das primeiras edições, pois como anteviu Robert Monks (1992), citado por Andrade e Rossetti (2007), não deve existir um código de conduta corporativa único e estático.

3.9.1 Evolução da Governança Corporativa

Uma das instituições mundiais mais ativas quanto ao assunto foi criada em 1995, reunindo corporações, investidores institucionais, intermediários e outras partes, com o objetivo de desenvolver o diálogo mundial sobre o tema. O *International Corporate Governance Network* (ICGN), buscava desenvolver as premissas da governança corporativa e aplicá-las.

Para relacionar os princípios de forma que fossem aplicados a ICGN elaborou oito critérios chaves para aplicação e desenvolvimento da governança corporativa. Suas recomendações abordavam os seguintes :

- Objetivos das corporações: deveria ser o máximo retorno para o acionista em longo prazo;
- Prestação de contas e transparência: possibilitar a informação de forma fácil, ágil e verdadeira;
- Auditoria: preferência por auditores independentes e periodicamente;
- Conselho de administração: eleitos, devem contribuir de forma efetiva para o desenvolvimento da empresa e de suas estratégias, devem exercer o papel de mediadores e possuir atitudes contundentes;
- Direitos e responsabilidades dos acionistas: praticar o direito ao voto, participar de tomadas de decisões, convocarem assembleias extraordinárias, se necessárias e atuar na contratação e demissão de conselheiros;
- Política de remuneração: alinhar aos interesses dos acionistas, como práticas do tipo *Stock Options*;

- Cidadania corporativa, relacionamento com *stakeholders* e ética: expansão econômica sustentável e definição de políticas empresariais responsáveis;
- Implementação: alinhadas às práticas internacionais e caso necessário, envolver os órgãos regulatórios.

Novos Caminhos

Conhecido como “Sinal Vermelho” o conjunto de fraudes gigantescas que assombraram o mundo na virada do século XX para o século XXI fez com que os dois grandes pólos econômicos mundiais tomassem providencias, criando regras preventivas. Foi nesse contexto que EUA e União Européia passaram a adotar medidas mais enérgicas de boa governança.

A medida regulatória mais notória teve nome, foi a Lei *Sarbanes-Oxley*, aprovada em 2002 nos EUA conforma a consultoria Delloite (2003) apud Andrade e Rossetti, 2007, “a boa governança corporativa e as práticas éticas de negocio não são mais requintes, são leis”. Esta lei reforçou e deu caráter legal aos quatro valores da governança corporativa: *compliance*, *accountability*, *declousure* e *fairness*.

Resultados percebidos:

Percebe-se que ações de muitas empresas estagnaram, pois os investidores se recusaram a investir em companhias que não aderiram as práticas de boa governança. Por outro lado, muitas das empresas que apresentam uma governança responsável têm se valorizado constantemente.

Devido às exigências dos novos níveis de listagem diferenciada das bolsas de valores pontos os quais já existiam, como os códigos de ética e conselhos de administração, passam a ser mais efetivos e atuantes.

3.9.2 Avaliações

Esta onda mundial de adesão à governança corporativa fez com que empresas em todo o mundo aderissem à boa governança, contudo, é evidente que cada organização aderiu à sua maneira, adequada a sua realidade e conseqüentemente produzindo resultados diferentes. Com o intuito de avaliar a efetividade da governança em cada empresa, foram criadas agências específicas para avaliar o mundo corporativo, primeiramente nos Estados Unidos e posteriormente na Europa e mais recentemente na Ásia. No final de 2006 o número destas agências ultrapassava 20 e uma das mais conhecidas delas é a *Standard e Poor's Corporate Governance Scores*.

Com a atuação destas empresas é notória a influência de suas classificações, pois comumente as empresas que recebem boas notas de classificação tendem a apresentar uma valorização de suas ações na bolsa.

3.10 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

O século XX foi de acontecimentos históricos: tivemos as duas grandes guerras, a divisão entre capitalistas e socialistas com a Guerra Fria, o fechamento das fronteiras e a partir do final dos anos 80 a abertura das nações e a criação de mercados e blocos globais. Frente a isto tudo o Brasil, como potência emergente promoveu suas mudanças, buscando maior adaptação à nova ordem global.

As mudanças mais significativas passaram a ocorrer após 1989, ano das eleições diretas para presidência do país. Como a frente vencedora foi a que se opunha aos ideais militares vigentes durante décadas, passamos a vivenciar grandes mudanças estruturais. Este novo modelo propôs a abertura da economia, a maior competitividade e conseqüentes privatizações, mesmo que de setores estratégicos, como indústria de base e telecomunicações.

3.10.1 Nova Estrutura do Mercado de Capitais

Facilmente se percebe que mercado de capitais brasileiro se tornou mais atrativo mundialmente. De 1997 até 2007, ou seja, em apenas uma década a representatividade dos investidores estrangeiros quase dobrou. Eles passaram a representar mais de 34% do capital investido no mercado acionário brasileiro, frente aos 17,9% que representavam em 1997. Crescimento maior que este somente o referente ao número de pessoas físicas que passaram a aplicar na bolsa de valores brasileira. Este número quase quadruplicou nos mesmos dez anos, passando de 6,6% do total dos investidores do mercado nacional, para 24,4%.

Se formos considerar o valor total de mercado das empresas nacionais listadas na bolsa de valores de SP pela quantidade de empresas, percebemos que o valor médio aumentou mais de cem vezes, o que demonstra o expressivo crescimento das empresas listadas na bolsa de valores na última década.

Conforme Andrade e Rossetti (2007) explicam, o que justifica este substancial aumento são quatro fatores:

Alta liquidez mundial em busca de mercado atrativo;

Conduta precavida das autoridades econômicas e financeiras do nosso país;

A redução do risco-país e da vulnerabilidade externa;

Comparado aos mercados internacionais às empresas brasileiras apresentam ações a preços atrativos.

3.10.1.1 Forças Estimuladoras da Governança Corporativa no Brasil

Neste espaço trataremos dos pontos internos que influenciam a formação da governança corporativa no Brasil, como valores, cultura e ambiente organizacional, dentre outros, os quais definem as relações existentes entre os acionistas, o conselho de administração e a diretoria executiva.

Aqui trataremos de cada um individualmente:

1. Condições Institucionais: marcam as pressões por melhores práticas de governança. Essas pressões foram exercidas por diversas frentes, como pelos investidores institucionais, pelos fundos de investimento, pelo mercado, pelos órgãos reguladores e indiretamente pelos níveis diferenciados da bolsa de valores, os quais estavam sendo muito valorizados;

2. Cenário corporativo: maior participação global das empresas, mudança na constituição das organizações, com aquisições, fusões e privatizações, o que acarretou novos grupos de controle e uma visão diferenciada de gestão;

3. Gestão interna: sobreposição entre propriedade e gestão. Questões pessoais ainda influenciavam muito nas questões gerenciais bem como na escolha do conselho de administração.

Junta-se a estes pontos a composição dos acionistas das empresas de capital aberto. Em dados dos anos que marcaram a virada do século, segundo Silveira (2002), podemos perceber que a grande maioria, quase a totalidade, das empresas possuía um acionista controlador, ou seja, um investidor com mais de 50% das ações com direito a voto. Normalmente a procedência destes controladores era privada estrangeira ou familiar nacional.

Conforme Silveira (2002) avalia, estes dados indicam que as empresas brasileiras continuam tendo um ou alguns poucos investidores com grande poder de decisão. Como este poder não se limita ao campo da decisão e também habita o campo da influencia, os controladores tendem a fazer com que a estrutura legal continue a lhes promover, permitindo a alta concentração da propriedade.

4. Conselho de administração: na estrutura societária nacional esta categoria tem grande importância. É o conselho de administração que deve decidir questões que envolvam conflitos de agencia, questões sobre direito de voto, orientar e difundir o propósito corporativo.

Contudo nem sempre foi desta forma, antes da lei da sociedade por ações poucas empresas possuíam conselhos de administração. Como não era uma obrigação, também não virou uma prática comum. Muitas das empresas que apresentavam conselhos de administração eram multinacionais.

Um grande incentivo à difusão dos conselhos de administração foi a Lei das S/A's, promulgada em 1976 deu prazo até 1978 para criação dos conselhos. O que aconteceu na década seguinte foi a pouca efetividade destes órgãos no interior das organizações, pois em muitos casos os conselhos eram extensões dos controladores e defendiam os interesses destes.

Somente a partir dos anos 90 foi que os conselhos passaram a apresentar as funções para as quais foram criados isto ocorreu tanto pela força e pelas exigências do mercado, como pela estrutura dos grupos que surgiram a partir das privatizações, sucessões, fusões e incorporações. Dentre estas funções as mais citadas e freqüentes são as avaliações do desempenho financeiro, a participação e acompanhamento do planejamento estratégico, as definições de metas e avaliação e seleção da diretoria executiva.

3.10.1.2 Tendências

Com o passar dos anos e o amadurecimento da governança corporativa, já se pode imaginar alguns pontos e caminhos que o tema deve seguir. A velocidade que isso levará depende da participação dos *stakeholders* e da adaptação das nações e das empresas. Uma classe de *stakeholders* de grande importância é a dos investidores, a qual está bastante disposta a pagar um prêmio por ações de empresas que apresentem boa governança.

Internamente as empresas também colaboram aderindo às melhores práticas descritas nos códigos de boa governança, dando maior importância e autonomia aos conselhos de administração e aos movimentos externos em favor do tema. Percebe-se uma maior interação entre as empresas, mesmo em um nível global.

Outras mudanças significativas aconteceram na valorização do demais *stakeholders*, como com os acionistas minoritários, na conciliação dos conflitos existentes anteriormente, os quais foram importante combustível no desenvolvimento das melhores práticas de governança. Com isto houve uma equalização nos direitos dos acionistas e foco no retorno dos mesmos.

Todos estes pontos refletem no mercado acionário de diversas formas e uma das mais significativas é a inclusão massiva dos fatores de boa governança, como pontos de avaliação e precificação de ações. Isto tem feito com que os diferentes níveis de governança tenham tido grande aceitação nos mercados de ações.

Uma demonstração evidente da evolução das práticas de boa governança é a evolução dos indicadores de abertura de capital diretamente no segmento formado pelo IGC, conforme segue:

Tabela 3: Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA - Segmento IGC

Ano	Volume anual R\$ milhões	Nº médio de corretoras	Nº médio de investidores
2007	R\$ 52.979,00	56	14208
2006	R\$ 13.817,00	49	7686
2005	R\$ 13.814,00	49	4364
2004	R\$ 4.486,00	43	5533

Criado pelo autor com base nos dados da Bovespa

De um modo geral o que marca de maneira mais forte a evolução da forma de gestão empresarial é a grande importância atribuída ao assunto por membros de todos os meios relacionados na gestão do mundo corporativo. Não é só dada e reconhecida a importância, como principalmente são valorizados os benefícios resultantes da boa governança.

Andrade e Rossetti (2007) destacam quatro tendências determinantes que têm dado solidez a valorização das boas práticas de governança corporativa.

- **Convergência:** indica a padronização das práticas mais eficazes, uniformizando os princípios e os códigos de boa governança. Os maiores obstáculos costumam ser referentes a questões culturais, estruturais, institucionais, internas das organizações e também questões legais. Referente a isto a OCDE, 1999, apud Andrade e Rossetti, 2007, prega que a governança corporativa possui uma cultura evolutiva, ou seja, adaptativa, que estimula a revisão e a inovação visando o desenvolvimento e o atendimento das expectativas dos *stakeholders*;
- **Adesão:** e a tendência ao engajamento mundial a cerca do tema, atualmente encontra apoio na aceitação de que a boa governança é boa também para os negócios;
- **Diferenciação:** um bom posicionamento quanto a avaliação das agências especializadas em qualificar a governança corporativa tem feito com que as corporações sejam valorizadas. Visando esta avaliação positiva, cada vez mais, as empresas buscam se enquadrar nas premissas de boa governança;
- **Abrangência:** em busca do retorno de longo prazo a governança corporativa tende a tomar orientação em direção aos *stakeholders*, abrangendo toda cadeia de negócios, o ambiente e a sociedade.

3.10.1.3 Tendências Brasileiras

O nosso País tende a se aproximar mais de duas das tendências citadas anteriormente, que são a abrangência e a adesão. Os outros dois fatores mencionados também estão presentes, mas têm seu desenvolvimento dificultado por questões estruturais e institucionais, como a grande presença de ações preferenciais no mercado, sem direito a voto. Fatores como este acabam dificultando a entrada de algumas empresas em níveis especiais de listagem.

Constata-se que as empresas brasileiras tendem a se profissionalizar com os processos de fusões, aquisições e sucessões, mesmo aquelas de origem familiar. Seria nesse momento que os acionistas minoritários passariam a ter maior participação na gestão das empresas, bem como o conselho de administração, o qual teria suas funções bem definidas e capacidade mais desenvolvida para exercer o cargo. Esta seria uma etapa intermediária até o atendimento do modelo de

mercado, o qual deverá ser marcado pela grande profissionalização da gestão, divisão específica entre propriedade e gestão, além de um controle compartilhado da organização. (ROCCA E CARVALHO, 1999).

Os pontos que devem retardar este desenvolvimento referem-se principalmente a questões legais e burocráticas, como os altos custos e dificuldades para a abertura de capital.

Por outro lado existem pontos positivos, os quais podem surpreender e acelerar o processo de governança corporativa no Brasil. A pressão crescente do mercado de capitais é um destes pontos, bem como a internacionalização dos mercados e da concorrência.

4 METODOLOGIA

No decorrer das últimas décadas foram realizados diversos estudos sobre o efeito da boa governança no preço das ações. Gompers e Metrick (2003) apud Pedreira e Santos (2004), realizaram uma vasta pesquisa, nos Estados Unidos, com 1.500 empresas entre 1990 e 1999, e o resultado demonstrou nitidamente que empresas bem governadas apresentam resultados mais expressivos na performance financeira e no preço de ações do que aquelas com menores preocupações em relação à boa governança.

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann publicaram, em 2003, segundo Pedreira e Santos (2004), um estudo semelhante, realizado na Alemanha, com o objetivo de constatar variações na valorização das ações no período de 1998 a 2002. O resultado foi muito interessante: as empresas ditas com boa governança obtiveram resultados anuais 16,4% maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança.

No Brasil Carvalho (2003) realizou um estudo de eventos para medir se a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa traria retornos

diferenciados. O método consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e compará-los com os retornos de fato observados. Após a pesquisa o autor pôde constatar que realmente trouxeram retornos acima da média do mercado.

Seguindo a linha dos estudos supracitados, para chegar ao objetivo proposto, ou seja, definir se as mudanças de níveis de governança corporativa na Bovespa sugerem mudanças na rentabilidade das empresas no mercado de capitais, o presente estudo analisará uma amostra de desempenho das ações de diferentes empresas, alocadas em setores diversos nos diferentes níveis de governança do IGC, bem como o próprio índice IGC comparando-o ao Ibovespa.

Desta forma o presente estudo se caracteriza por possuir caráter quantitativo, que segundo Roesch (1996), permite ao pesquisador comparações e generalizações. A amostra dos segmentos será intencional, ou seja, pré-definida, a qual deve se enquadrar em uma série de características definidas, tais como, possuir ações negociadas nos índices Ibovespa ou IGC, com negócios realizados em pelo menos dez meses entre este período pré-estabelecido, junho de 2005 e dezembro de 2009, e estar entre as cinco mais representativas em cada segmento quanto ao peso.

Definidas as amostras, o estudo terá embasamento empírico e exploratório, com o propósito de analisar o que de fato vem ocorrendo no mercado e, do mesmo modo que a análise gráfica indica, pretende gerar um embasamento histórico para criar parâmetros referentes aos dados estudados e, em caso de comprovarmos uma diferenciação de rentabilidade, poderemos verificar uma tendência quanto ao rendimento do IGC frente o Ibovespa. Para tanto serão considerados os dados coletados nas organizações competentes, como corretoras de valores, *sites* especializados e na própria bolsa de valores de São Paulo e na comparação de dados entre as amostras coletadas. Para isso, serão levadas em conta as premissas de autores que são referências quanto ao assunto.

Para que o risco seja definido será calculado o desvio-padrão, o qual, segundo Filho e Ishikawa (2008) representa o risco ao redor do retorno médio da ação, ou seja, quanto menor o desvio-padrão, menor deve ser o risco.

Conforme Famá e Gimenes (2003) o desvio padrão é calculado pela fórmula que segue, na qual, estatisticamente, deve ser considerada uma amostra superior a dez acontecimentos, segundo os autores, para evitar erros probabilísticos.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{f=1}^n (X_f - \bar{X})^2}{N}}$$

"X" representa o valor de cada item

"xis barra" é a médias dos itens da amostra

"N" é o nº de períodos considerados

"σ" representa a variância (o mesmo que o desvio-padrão ao quadrado)

Por fim os dados serão avaliados entre si: visando a comparação entre os níveis de governança corporativa e o índice Ibovespa, será elaborada a média simples mensal de rentabilidade de cada setor (nível 1, nível 2 e novo mercado), bem como do IGC e Ibovespa entre 2001 e 2009.

Ao confrontar os resultados será permitida a avaliação empírica e histórica da rentabilidade de cada índice, para que, finalmente, seja dado o parecer derradeiro sobre o estudo-foco da pesquisa: a validação ou não da afirmativa que os níveis de governança corporativa refletem na avaliação e rentabilidade das ações na bolsa de valores de São Paulo.

4.1 LEVANTAMENTO DE DADOS - AMOSTRA

Conforme mencionado a amostra será intencional, ou seja, pré-definida, a qual deve se enquadrar em uma série de características definidas, tais como para o IGC e o Ibovespa: possuir ações negociadas nos índices Ibovespa ou IGC entre 2001 e 2009.

4.1.1 Avaliações dos Dados

Visando a comparação entre os níveis de governança corporativa e o índice Ibovespa, no período de junho de 2005 a dezembro de 2009, serão feitas as comparações entre os três setores e o Ibovespa, além da análise do índice de governança corporativa e o Ibovespa no período entre jun/2001 e dez/2009.

Por fim os dados serão comparados entre si de forma matemática e gráfica em busca de mais embasamentos que apoiem os indicadores encontrados, para que, finalmente, seja dado o parecer final sobre o estudo-foco da pesquisa.

5 ANÁLISE

Para compor o estudo foram definidas amostras nos três níveis de governança corporativa. Como os critérios de exclusão formam muito específicos, visando a maior paridade entre os grupos de amostras, as seleções ficaram definidas conforme segue: cinco ações com maior peso para cada segmento do IGC respectivamente, desde que negociadas por dez meses consecutivos dentro do período pré-estabelecido.

A principal dificuldade foi encontrar empresas listadas no período desejado, de junho de 2005 a dezembro de 2009, negociadas em pelo menos 10 meses seqüenciais distintos. Este método foi definido procurando diminuir o risco não sistemático, segundo o modelo CAPM, é o risco diversificável, o qual é possível diminuir com uma boa diversificação da carteira - para que as oscilações não corressem o risco de serem relacionadas a fatos específicos de cada empresa ou

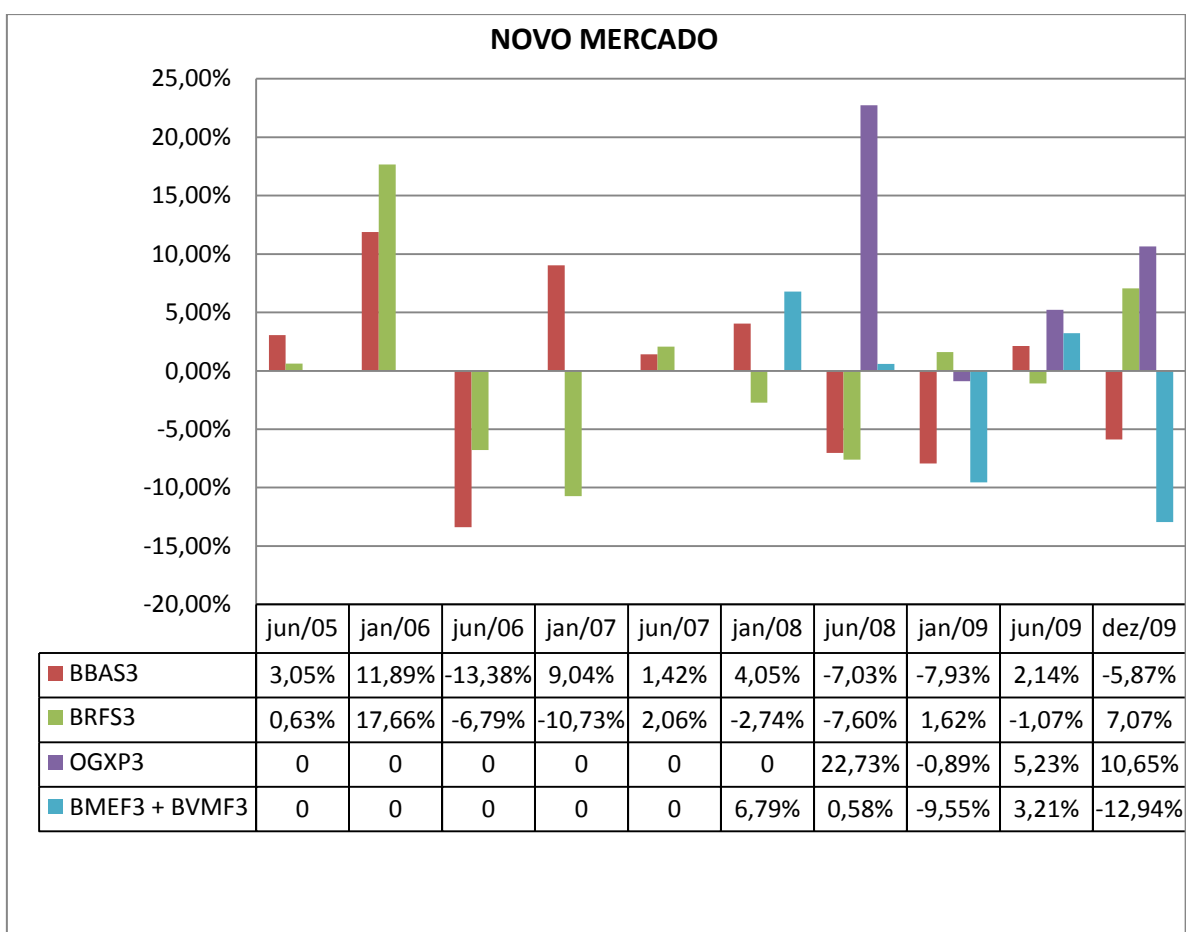
setor de atuação e não ao desempenho histórico da ação. Já o risco sistemático é o risco que é afetado por diversos fatores macroeconômicos como taxa de juros, câmbio ou qualquer outra variável que afete a economia como um todo, portanto afeta todas as ações do mercado.

5.1 NOVO MERCADO

Neste estudo, este segmento foi composto pelas empresas:

1. Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos - BCO BRASIL S.A. - BBAS3
2. Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados - BRF - BRASIL FOODS S.A. - BRFS3
3. Petróleo, Gás e Biocombustíveis / Petróleo, Gás e Biocombustíveis / Exploração e/ou Refino - OGX PETROLEO - OGXP3
4. Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Serviços Financeiros Diversos - BMFBOVESPA - BVMF3

Gráfico 2

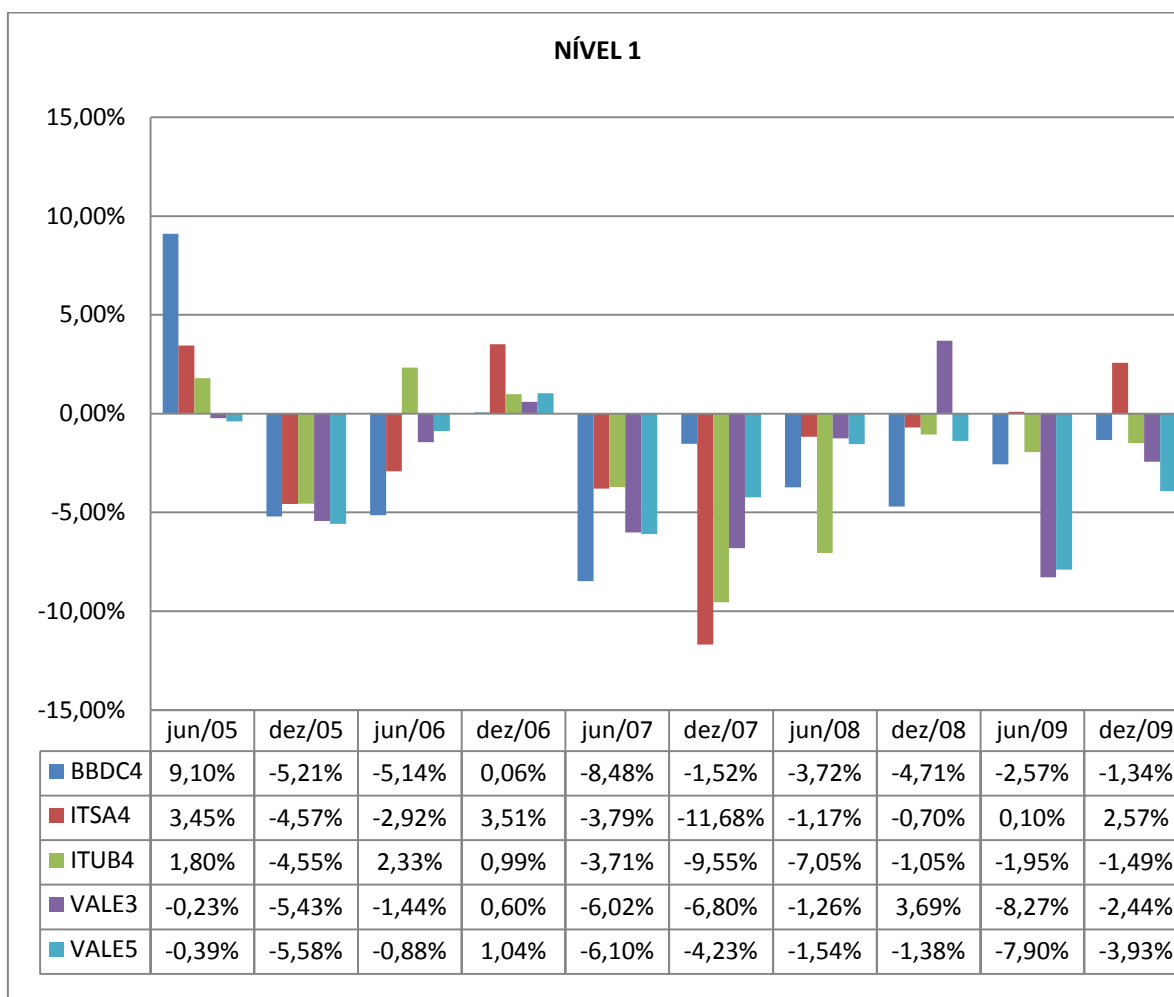


5.2 NÍVEL 1

Conforme dados coletados no site da Bovespa e no Economática, foram encontradas as seguintes ações com potencial para integrar a amostra e de acordo com a classificação demonstrada na bolsa de valores de São Paulo:

1. Financeiros e Outros: BRADESCO - BBDC4
2. Financeiros e Outros: ITAUBANCO - ITUB4
3. Financeiros e Outros: ITAUSA - ITSA4
4. Materiais Básicos / Mineração: VALE ON - VALE5
5. Materiais Básicos / Mineração: VALE ON - VALE3

Gráfico 3

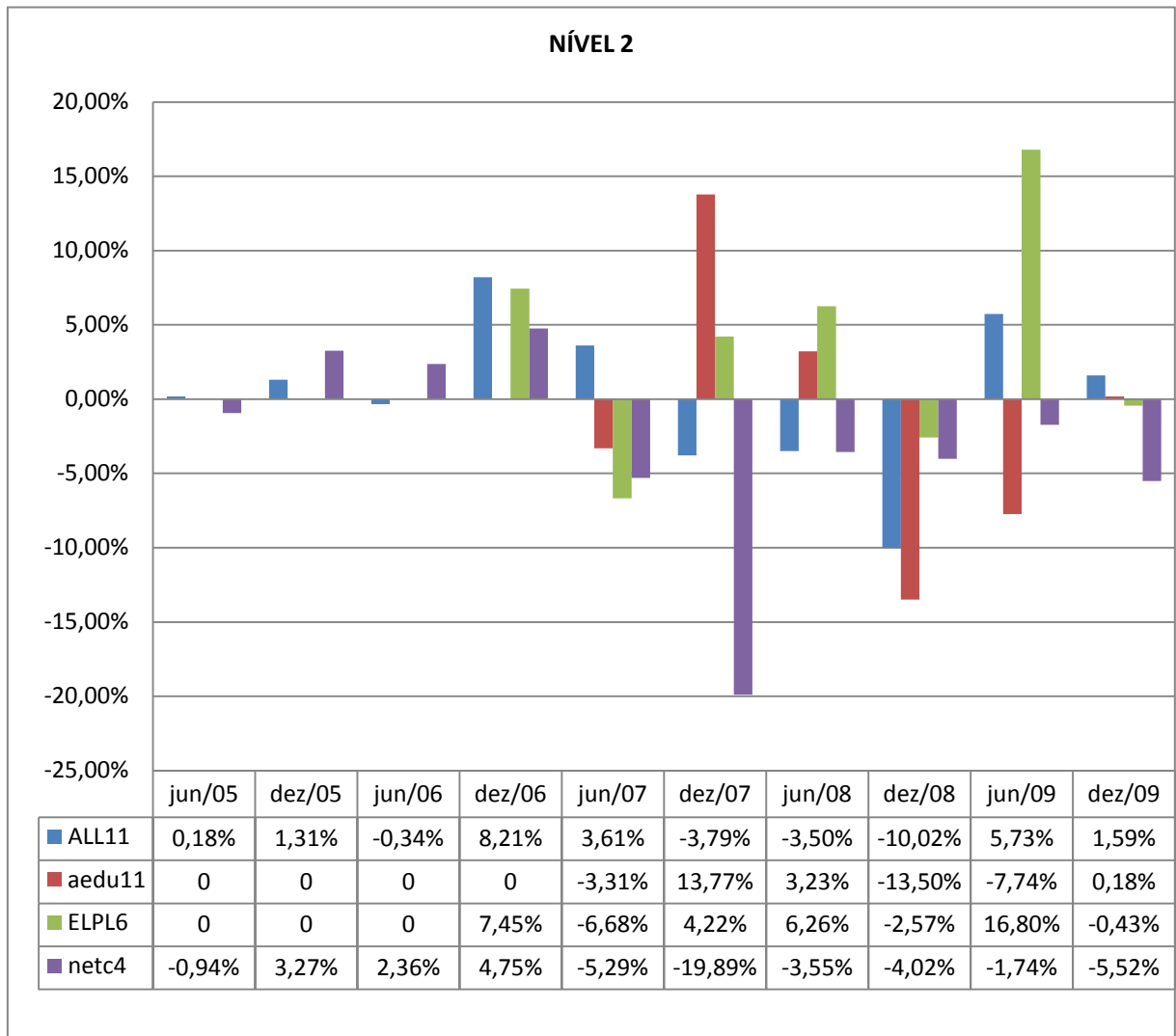


5.3 NÍVEL 2

Segundo a mesma fonte de dados, foram listadas as empresas abaixo, as quais fizeram parte da amostra referente ao Nível 2 de governança corporativa:

1. Construção e Transporte / Transporte / Transporte Ferroviário - ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A - ALL11
2. Consumo Cíclico / Diversos / Serviços Educacionais - ANHANGUERA - AEDU11
3. Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica - ELETROPAULO - ELPL6
4. Consumo Cíclico / Mídia / Televisão por Assinatura - NET - NETC4

Gráfico 4

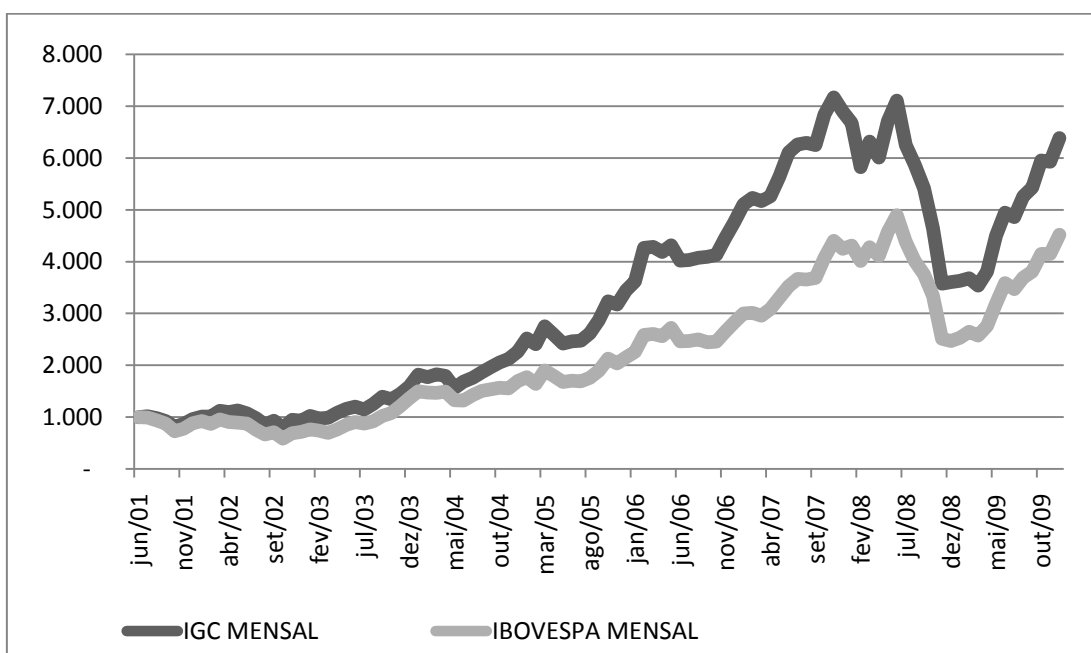


5.4 IGC x IBOVESPA

Para efeitos de uma avaliação mais clara, definimos que as cotações tanto do Ibovespa como do IGC, no mês de junho de 2001, partiriam dos mil pontos, desta forma o acompanhamento da evolução de ambos os níveis se torna mais evidente, bem como a comparação entre eles. Chegou-se a esta metodologia ao efetuar a pesquisa de rentabilidade dos dois índices supracitados na Bovespa, a qual demonstrava parâmetros distintos para cada índice, dificultando muito a comparação.

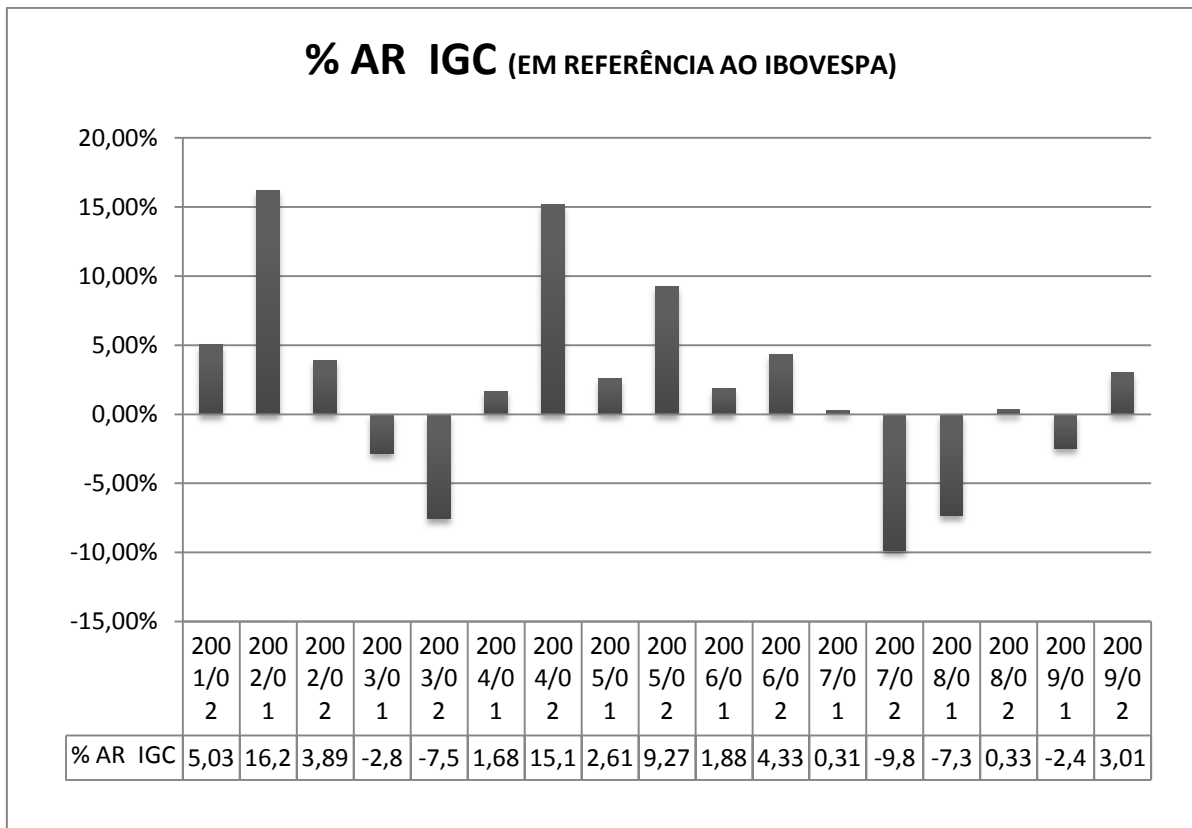
Conforme demonstra o gráfico 5, desde o início do período, junho de 2001, o IGC demonstrou uma maior rentabilidade em comparação ao Ibovespa, permanecendo até o final do período de estudo, dezembro de 2009, acima da pontuação alcançada pelo Ibovespa. Muito desta superioridade deve-se à diferença acumulada até o segundo semestre de 2007, início da crise do *subprime*, pois a partir deste momento o índice IGC passou a se demonstrar mais frágil em relação aos efeitos da crise supramencionada, passando a apresentar quedas mais bruscas em suas cotações mensais. Desta forma, e com o auxílio do gráfico, pode-se evidenciar que o IGC somente permaneceu com valores superiores ao Ibovespa, pela sua boa rentabilidade até meados de 2007.

Gráfico 5: IGC x Ibovespa



Ao analisar o percentual retorno adicional do IGC frente ao Ibovespa podemos verificar que índice de governança corporativa apresentou-se mais rentável em relação aos seu *benchmark*, embora tenha apresentado alguns períodos de menor rentabilidade, historicamente o IGC demonstra maior retorno para o investidor do que o índice tradicional - Ibovespa, totalizando um CAR de 33,66% desde sua criação .

Gráfico 6: AR IGC :



5.5 COMPARAÇÕES

Lançando mão dos métodos já expostos de análise do retorno de uma ação em um momento t , que é o seu preço atual subtraído do preço em $t-1$, divididos pelo valor do preço em $t-1$, tem-se a rentabilidade da ação em t .

Utilizando o indicador de retorno adicional da ação, o desempenho de determinada ação é considerado anormal quando demonstra retornos diferenciados ao ser comparado a algum *benchmark*, utilizaremos o índice Ibovespa, pois é o indicador de maior exposição e conhecimento dos investidores.

Os autores Campbell, et all (1997), mencionados por Kuronuma et all (2004), definem que o retorno anormal para uma dada ação em um determinado período é a diferença entre o retorno efetivo observado e o retorno gerado por um modelo de estimação.

Visto isso, realizaram-se os cálculos com os dados coletados, chegando aos resultados evidenciados na tabela 4:

Tabela4: Retorno adicional (AR) e Retorno Anormal Acumulado (CAR)

Período	AR MÉDIO N1	AR MÉDIO N2	AR MÉDIO NM	RENTABILIDADE IBOVESPA
2005	11,94%	17,64%	-4,65%	29,76%
2006	1,85%	26,19%	19,11%	30,80%
2007	6,05%	-1,28%	7,77%	37,76%
2008	3,30%	-11,10%	0,15%	-46,16%
2009	-5,59%	1,29%	26,08%	63,57%
				RENT. ACUMULADA 115,73%
CAR	17,54%	32,74%	48,46%	

Fonte: Tabela e cálculos elaborados pelo autor com base nos dados coletados no Economática

Com a análise dos dados, percebe-se que a maior rentabilidade é fator inerente aos níveis diferenciados de governança na maior parte do tempo. Dentre os seguimentos apresentados, percebe-se que o Novo Mercado apresentou rendimento superior aos demais, inclusive ao Ibovespa, mesmo que em 2005 tenha tido um retorno inferior ao Ibovespa. Foi também o segmento que apresentou maior recuperação no pós-crise, apresentando um retorno 26% superior ao índice do mercado tradicional no ano de 2009.

O que se conclui é que, no período considerado, em qualquer um dos níveis de governança corporativa alcança-se maior retorno que no Ibovespa, além de possibilitar um maior estudo das empresas-membro, por divulgarem mais informações do que as empresas listadas no mercado tradicional da bolsa de valores de São Paulo. Desta forma o investidor pode acompanhar mais de perto o desempenho da empresa na qual investiu, além de acompanhar o desempenho das ações da empresa negociadas na bolsa de valores.

Para que o risco seja definido calcula-se o desvio-padrão, o qual, segundo Filho e Ishikawa (2008), representa o risco ao redor do retorno médio da ação, ou do segmento. Em outras palavras, quanto maior o desvio-padrão, maior o risco da ação, ou seja, mais possibilidade de ter um retorno diferente da sua média. Isto representa que existe uma volatilidade maior, conseqüentemente maior possibilidade de ganhos diferenciados, ou mesmo, de perdas mais acentuadas.

De acordo com os cálculos apresentados nas tabelas anexas (tabela 5 e tabela 6), da mesma forma que o IGC vem apresentando, nesta primeira década de vida, um retorno superior ao mercado tradicional, o mesmo apresenta um risco menos acentuado, ou seja, suas variações tendem a seguir mais a sua média do que, por exemplo, as variações apresentadas pelo índice Ibovespa - definido como índice de comparação para este trabalho. O que justifica isto é o desvio-padrão mais elevado apresentado pelo Ibovespa, fazendo com que apresente variações maiores ao redor da sua média.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme consulta ao *site* do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a adesão às boas práticas de governança corporativa foi acelerada pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia, que resultaram em um ambiente corporativo mais competitivo. Houve aumento de investimentos de estrangeiros no mercado de capitais, o que reforçou a necessidade das empresas se adaptarem às exigências e padrões internacionais. Assim, as práticas da governança corporativa tornaram-se prioridade e fonte de pressão por parte dos investidores.

Mesmo com a crescente pressão para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil ainda se caracteriza pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão, demonstrando que o a implementação das boas práticas de governança corporativa tem um longo caminho a percorrer.

Pode-se dizer que as empresas as quais aderiram ao IGC são vistas de outra maneira pelo mercado, inclusive segundo Carvalho (2002) apud Filho e Ishikawa (2008), as empresas apresentam retornos favoráveis já no momento da migração, demonstrando aumento da liquidez e valorização das ações. Em relação ao período abordado por este estudo, verificamos que as ações participantes do IGC demonstraram um retorno mais positivo aos seus investidores em relação às ações do mercado tradicional. O que não se pode deixar de considerar é que, conforme Medeiros e Ramos (2004), o mercado acionário também reflete o comportamento errático da economia brasileira, que é caracterizado por problemas estruturais associados a crises conjunturais.

Em suma, considerando a pouco tempo de existência do índice de governança corporativa da Bovespa, bem como, conseqüentemente, o curto período estudado, aconselha-se a realizar um estudo com maior abrangência, tanto em período, o que será possível com o passar dos anos, como em número de ações que compõe a amostra para que, assim, possam surgir resultados mais sólidos.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, A. e ROSSETTI, J. Paschoal, **Governança Corporativa: Fundamentos Desenvolvimentos e Tendências**, 3 ed. São Paulo, Editora Atlas, 2007.

BLOG FINANCEIRO, ONDAS FINANCEIRAS - Disponível em <http://ondasfinanceiras.blogspot.com/>, consultado no decorrer de 2010;

BM&FBOVESPA - Disponível em <http://www.bmf.com.br>, consultado de novembro de 2008 a junho de 2010;

CAMPBELL, J.Y., Lo, A.W., MacKinlay, A.C. (1997). **The econometrics of financial markets**. New Jersey: Princeton University Press, USA.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA**. Seminário PUCRJ, nov. 2003.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. **Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany**. European Financial Management (EFM), January 2003. p. 1-36.

FILHO, A. Mellagi e ISHIKAWA, Sérgio, **Mercado Financeiro e de Capitais**, 2 ed. São Paulo, Editora Atlas, 2008.

FILHO, A. Mellagi e ISHIKAWA, Sérgio, **Mercado Financeiro e de Capitais**, São Paulo, Editora Atlas, 2000.

FILHO, F. da Silva Cavalcante e MISUMI, J. Yoshio, **Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, Campus, 2001.

FÓRUM DE INVESTIDORES, ADVFN - Disponível em <http://br.advfn.com>, consultado em novembro de 2008;

GIMENES, C. M. e FAMÁ, R. **A Correlação Entre o Risco País e Índices de Bolsa da América Latina: Um Estudo Exploratório** - Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo - abril/junho de 2003.

GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. **Corporate governance and equity prices**. The Quarterly Journal of Economics, n.118, p. 107-155, 2003.

Governança Corporativa: **Evidências Empíricas no Brasil**, São Paulo, Editora Atlas, 2007.

IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 47p.

IBGC. **Guia de Sustentabilidade para as Empresas**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 2007.

INSTITUTOBRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - Disponível em www.ibgc.org.br/, consultado em novembro de 2009;

KURONUMA, A. Maurício; LUCCHESI, E. Pozzi; FAMÁ, Rubens. **Retornos Anormais Acumulados das Ações no Período Pós-Pagamento de Dividendos: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro**. São Paulo, 2004.

MARTINS, **Mercados Derivativos e Análise de Riscos** – volume 1 – 1. ed. Rio de Janeiro, MAS Editora, 2004.

MEDEIROS, O. Ribeiro de; RAMOS, F. Côrtes, **Determinantes do Desempenho e Volatilidade da Bovespa: um estudo empírico** –Brasília, 2004.

MERTON, R. C.; BODIE, Z. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 1999.

NAKAYASU, G. Noboru. **O Impacto do Anúncio e da Adesão das Ações aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo.

PEDREIRA, Emerson Bazílio e SANTOS, José Aldo dos. **Administração em Diálogo**, São Paulo, no 6, 2004, pp. 87-99

RANGEL, Armênio de Souza, SANTOS, José Carlos de Souza e BUENO, Rodrigo de Losso da Silveira, **Matemática dos Mercados Financeiros – À vista e a Termo** – São Paulo, Editora Atlas, 2003.

REILLY, Frank K. e NORTON, Edgar A. **Investimentos** – 7 ed. São Paulo, Cengage, 2008.

ROCCA, C.A.; CARVALHO, A.G. de. **Mercado de capitais e o financiamento das empresas abertas**. São Paulo: FIPE/ ABRASCA, 1999. Relatório de Pesquisa.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio do curso de administração**. São Paulo: Atlas, 1996.

SANVICENTE, A. Z. **Administração Financeira** São Paulo: Atlas, 1997.

SECURATO, J. Roberto, **Cálculo Financeiro das Tesourarias**, 4 ed. – São Paulo, Saint Paul, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SITE ESPECIALIZADO EM FINANÇAS, INFOMONEY - Disponível em www.InfoMoney.com.br/, consultado de março a junho de 2010.

SITE SOBRE INVESTIMENTOS, INVISTAMAIS - Disponível em <http://www.invistamais.com.br>, consultado em novembro de 2009.

SOARES, C. R. Pena. O Impacto da **Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O Caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003**. 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências - Economia Aplicada) - Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz.

SOTO, Maria Gracia García. **El gobierno Corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: Evidencia en las cajas de ahorros españolas**. Las Palmas de Gran Canaria, 2003

TAVARES FILHO, F. **Rentabilidade e Valor das Companhias no Brasil: Uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança da Bovespa**. 2006. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

WIKIPÉDIA, ENCICLOPÉDIA LIVRE - Disponível em http://pt.wikipedia.org/wiki/Plano_Real, consultado em junho de 2010.

ANEXOS

Tabela 5: Retorno adicional (AR) e Retorno Anormal Acumulado (CAR)

	AR MÉDIO N1	AR MÉDIO N2	AR MÉDIO NM	RENTABILIDADE IBOVESPA
jun/05	2,75%	-0,38%	1,84%	-0,63%
jul/05	2,20%	4,97%	-2,53%	3,96%
ago/05	3,39%	10,32%	1,20%	7,69%
set/05	1,55%	-1,56%	1,55%	12,62%
out/05	5,58%	0,73%	-0,61%	-4,40%
nov/05	1,54%	1,26%	-6,84%	5,71%
dez/05	-5,07%	2,29%	0,74%	4,81%
jan/06	7,03%	0,38%	14,78%	14,71%
fev/06	-2,25%	-4,14%	-4,24%	0,59%
mar/06	-0,60%	8,08%	-1,35%	-1,71%
abr/06	-5,05%	-0,19%	-6,68%	6,36%
mai/06	1,61%	10,85%	11,70%	-9,50%
jun/06	-1,61%	1,01%	-10,09%	0,27%
jul/06	0,90%	-0,23%	11,56%	1,23%
ago/06	-1,99%	12,43%	-5,72%	-2,28%
set/06	0,35%	-5,13%	-2,68%	0,60%
out/06	3,13%	0,64%	2,93%	7,71%
nov/06	-0,90%	-4,30%	2,22%	6,75%
dez/06	1,24%	6,81%	6,67%	6,07%
jan/07	5,73%	1,80%	-0,84%	0,37%
fev/07	-1,50%	4,45%	-1,60%	-1,68%
mar/07	1,64%	3,71%	-0,95%	4,37%
abr/07	1,26%	-0,19%	1,11%	6,88%
mai/07	-0,02%	3,25%	6,07%	6,77%
jun/07	-5,62%	-2,92%	1,74%	4,06%
jul/07	4,46%	-0,17%	1,24%	-0,39%
ago/07	0,99%	-4,40%	2,12%	0,86%
set/07	5,15%	-1,75%	-3,62%	10,66%
out/07	-2,20%	-3,70%	-0,23%	8,02%
nov/07	2,92%	0,07%	4,69%	-3,54%
dez/07	-6,76%	-1,42%	-1,93%	1,38%
jan/08	-6,78%	-7,97%	2,70%	-6,88%
fev/08	2,30%	-9,94%	-7,38%	6,72%
mar/08	1,32%	-1,28%	-8,73%	-3,98%
abr/08	1,66%	4,69%	6,23%	11,32%
mai/08	-6,69%	-2,70%	0,37%	6,96%
jun/08	-2,95%	0,61%	2,17%	-10,44%
jul/08	5,19%	11,75%	-4,80%	-8,48%
ago/08	-0,73%	-1,73%	-2,86%	-6,43%
set/08	6,92%	-10,25%	-1,79%	-11,00%
out/08	3,43%	11,56%	-6,51%	-24,79%
nov/08	0,46%	1,69%	8,89%	-1,78%
dez/08	-0,83%	-7,53%	11,85%	2,61%

jan/09	-4,88%	-4,23%	-4,19%	4,66%
fev/09	1,34%	4,00%	3,75%	-2,83%
mar/09	4,84%	7,88%	14,12%	7,19%
abr/09	3,50%	-2,18%	0,76%	15,57%
mai/09	-8,97%	-1,18%	-3,05%	12,49%
jun/09	-4,12%	3,26%	2,38%	-3,26%
jul/09	0,14%	-6,50%	6,06%	6,41%
ago/09	-2,14%	4,60%	-1,03%	3,15%
set/09	3,32%	-7,10%	11,33%	8,90%
out/09	1,38%	3,69%	-3,12%	0,04%
nov/09	1,32%	0,09%	-0,65%	8,95%
dez/09	-1,32%	-1,04%	-0,27%	2,29%
				RENT. ACUMULADA 115,73%
CAR	17,54%	32,74%	48,46%	

Fonte: Tabela e cálculos elaborados pelo autor com base nos dados coletados no Economática

Tabela 6: Risco dos retornos do IGC

Período	IGC	R- E(R) retorno- média do retorno	[R- E(R)] ²	Desvio-Padrão raiz da variância
jun/01	0,017	(0,00457)	0,00002	0,077014155
jul/01	-0,03441	(0,05598)	0,00313	
ago/01	-0,05804	(0,07961)	0,00634	
set/01	-0,12013	(0,14170)	0,02008	
out/01	0,068881	0,04731	0,00224	
nov/01	0,104718	0,08315	0,00691	
dez/01	0,052083	0,03051	0,00093	
jan/02	0,001978	(0,01959)	0,00038	
fev/02	0,109576	0,08801	0,00775	
mar/02	-0,02402			

		(0,04559)	0,00208	
abr/02	0,02917	0,00760	0,00006	
mai/02	-0,05049	(0,07206)	0,00519	
jun/02	-0,08465	(0,10622)	0,01128	
jul/02	-0,125	(0,14657)	0,02148	
ago/02	0,080139	0,05857	0,00343	
set/02	-0,14946	(0,17103)	0,02925	
out/02	0,206068	0,18450	0,03404	
nov/02	-0,02306	(0,04463)	0,00199	
dez/02	0,099678457	0,07811	0,00610	
jan/03	-0,04854369	(0,07011)	0,00492	
fev/03	0,014285714	(0,00728)	0,00005	
mar/03	0,101609658	0,08004	0,00641	
abr/03	0,063926941	0,04236	0,00179	
mai/03	0,040274207	0,01870	0,00035	
jun/03	-0,046875	(0,06844)	0,00468	
jul/03	0,089732528	0,06816	0,00465	
ago/03	0,114104596	0,09253	0,00856	
set/03	-0,03342817	(0,05500)	0,00302	
out/03	0,075679647	0,05411	0,00293	
nov/03	0,101023891	0,07945	0,00631	
dez/03	0,14383137	0,12226	0,01495	
jan/04	-0,02926829	(0,05084)	0,00258	
fev/04	0,031267448	0,00970	0,00009	
mar/04	-0,01732539			

		(0,03890)	0,00151	
abr/04	-0,12892562	(0,15050)	0,02265	
mai/04	0,078381795	0,05681	0,00323	
jun/04	0,042815249	0,02125	0,00045	
jul/04	0,060742407	0,03917	0,00153	
ago/04	0,052492047	0,03092	0,00096	
set/04	0,049370277	0,02780	0,00077	
out/04	0,0331253	0,01156	0,00013	
nov/04	0,064186047	0,04262	0,00182	
dez/04	0,112325175	0,09076	0,00824	
jan/05	-0,04245283	(0,06402)	0,00410	
fev/05	0,142739951	0,12117	0,01468	
mar/05	-0,05814788	(0,07972)	0,00635	
abr/05	-0,06628571	(0,08786)	0,00772	
mai/05	0,017135863	(0,00443)	0,00002	
jun/05	0,005615724	(0,01595)	0,00025	
jul/05	0,057040287	0,03547	0,00126	
ago/05	0,097358491	0,07579	0,00574	
set/05	0,125558996	0,10399	0,01081	
out/05	-0,01834301	(0,03991)	0,00159	
nov/05	0,085020243	0,06345	0,00403	
dez/05	0,049942595	0,02837	0,00081	
jan/06	0,179234973	0,15767	0,02486	
fev/06	0,005097312	(0,01647)	0,00027	
mar/06	-0,0230521			

		(0,04462)	0,00199	
abr/06	0,030431706	0,00886	0,00008	
mai/06	-0,06868132	(0,09025)	0,00815	
jun/06	0,002949853	(0,01862)	0,00035	
jul/06	0,011764706	(0,00981)	0,00010	
ago/06	0,003875969	(0,01769)	0,00031	
set/06	0,009411197	(0,01216)	0,00015	
out/06	0,078412623	0,05684	0,00323	
nov/06	0,068927305	0,04736	0,00224	
dez/06	0,071739581	0,05017	0,00252	
jan/07	0,02417795	0,00261	0,00001	
fev/07	-0,01151813	(0,03309)	0,00109	
mar/07	0,018150554	(0,00342)	0,00001	
abr/07	0,072058548	0,05049	0,00255	
mai/07	0,08244355	0,06087	0,00371	
jun/07	0,025549806	0,00398	0,00002	
jul/07	0,004729623	(0,01684)	0,00028	
ago/07	-0,00611957	(0,02769)	0,00077	
set/07	0,09472196	0,07315	0,00535	
out/07	0,047202296	0,02563	0,00066	
nov/07	-0,03768156	(0,05925)	0,00351	
dez/07	-0,03175281	(0,05332)	0,00284	
jan/08	-0,12852941	(0,15010)	0,02253	
fev/08	0,085892676	0,06432	0,00414	
mar/08	-0,04972805			

		(0,07130)	0,00508	
abr/08	0,117271835	0,09570	0,00916	
mai/08	0,058849363	0,03728	0,00139	
jun/08	-0,12000553	(0,14158)	0,02004	
jul/08	-0,06080126	(0,08237)	0,00678	
ago/08	-0,07761793	(0,09919)	0,00984	
set/08	-0,14290896	(0,16448)	0,02705	
out/08	-0,23000423	(0,25157)	0,06329	
nov/08	0,007969222	(0,01360)	0,00018	
dez/08	0,007906216	(0,01366)	0,00019	
jan/09	0,01325399	(0,00832)	0,00007	
fev/09	-0,03870796	(0,06028)	0,00363	
mar/09	0,076923077	0,05535	0,00306	
abr/09	0,181536875	0,15997	0,02559	
mai/09	0,098210388	0,07664	0,00587	
jun/09	-0,01748808	(0,03906)	0,00153	
jul/09	0,083737864	0,06217	0,00386	
ago/09	0,031728257	0,01016	0,00010	
set/09	0,096237337	0,07467	0,00558	
out/09	-0,00445545	(0,02603)	0,00068	
nov/09	0,077241837	0,05567	0,00310	
dez/09	0,043083551	0,02151	0,00046	
Média	0,02157	Variância	0,00593	

Fonte: Cálculos elaborados pelo autor, conforme dados do Economática

Tabela 7: Risco para os retornos do Ibovespa:

Período	IBOVESPA	R- E(R) retorno-média do retorno	[R- E(R)] ²	Desvio-Padrão raiz da variância
jun/01	-0,006483	(0,02456)	0,00060	0,077852765
jul/01	-0,056588	(0,07466)	0,00557	
ago/01	-0,066657	(0,08473)	0,00718	
set/01	-0,172245	(0,19032)	0,03622	
out/01	0,068748	0,05067	0,00257	
nov/01	0,138092	0,12002	0,01440	
dez/01	0,051421	0,03335	0,00111	
jan/02	-0,0636	(0,08167)	0,00667	
fev/02	0,10305	0,08498	0,00722	
mar/02	-0,056453	(0,07453)	0,00555	
abr/02	-0,012676	(0,03075)	0,00095	
mai/02	-0,017344	(0,03542)	0,00125	
jun/02	-0,133691	(0,15176)	0,02303	
jul/02	-0,123462	(0,14154)	0,02003	
ago/02	0,061446	0,04337	0,00188	
set/02	-0,169524	(0,18760)	0,03519	
out/02	0,176464	0,15839	0,02509	
nov/02	0,033032	0,01496	0,00022	
dez/02	0,07151008	0,05344	0,00286	

jan/03	-0,030912312	(0,04899)	0,00240
fev/03	-0,060586676	(0,07866)	0,00619
mar/03	0,098518807	0,08044	0,00647
abr/03	0,112923241	0,09485	0,00900
mai/03	0,068210761	0,05014	0,00251
jun/03	-0,034893237	(0,05297)	0,00281
jul/03	0,046579779	0,02851	0,00081
ago/03	0,117543084	0,09947	0,00989
set/03	0,05509424	0,03702	0,00137
out/03	0,123243176	0,10517	0,01106
nov/03	0,122400178	0,10433	0,01088
dez/03	0,101719269	0,08365	0,00700
jan/04	-0,01713746	(0,03521)	0,00124
fev/04	-0,003937549	(0,02201)	0,00048
mar/04	0,017555147	(0,00052)	0,00000
abr/04	-0,114488303	(0,13256)	0,01757
mai/04	-0,003924367	(0,02200)	0,00048
jun/04	0,082071224	0,06400	0,00410
jul/04	0,055975794	0,03790	0,00144
ago/04	0,020679468	0,00261	0,00001
set/04	0,01942812	0,00135	0,00000
out/04	-0,008302861	(0,02638)	0,00070
nov/04	0,090199141	0,07213	0,00520
dez/04	0,042460902	0,02439	0,00059
jan/05	-0,070362311	(0,08844)	0,00782

fev/05	0,155368507	0,13729	0,01885
mar/05	-0,05420295	(0,07228)	0,00522
abr/05	-0,066473771	(0,08455)	0,00715
mai/05	0,014488671	(0,00359)	0,00001
jun/05	-0,006267603	(0,02434)	0,00059
jul/05	0,039559299	0,02149	0,00046
ago/05	0,076875816	0,05880	0,00346
set/05	0,126234711	0,10816	0,01170
out/05	-0,043950477	(0,06202)	0,00385
nov/05	0,057066207	0,03899	0,00152
dez/05	0,048088972	0,03002	0,00090
jan/06	0,147066734	0,12899	0,01664
fev/06	0,005940285	(0,01213)	0,00015
mar/06	-0,017068117	(0,03514)	0,00123
abr/06	0,063555638	0,04548	0,00207
mai/06	-0,094985631	(0,11306)	0,01278
jun/06	0,002710027	(0,01536)	0,00024
jul/06	0,012258382	(0,00582)	0,00003
ago/06	-0,022790409	(0,04086)	0,00167
set/06	0,005989181	(0,01208)	0,00015
out/06	0,077146776	0,05907	0,00349
nov/06	0,067544172	0,04947	0,00245
dez/06	0,060673997	0,04260	0,00181
jan/07	0,003709866	(0,01436)	0,00021
fev/07	-0,016800323	(0,03487)	0,00122

mar/07	0,043704143	0,02563	0,00066
abr/07	0,068814951	0,05074	0,00257
mai/07	0,067696205	0,04962	0,00246
jun/07	0,040596901	0,02252	0,00051
jul/07	-0,003934113	(0,02201)	0,00048
ago/07	0,008621008	(0,00945)	0,00009
set/07	0,106586629	0,08851	0,00783
out/07	0,08024477	0,06217	0,00387
nov/07	-0,035366526	(0,05344)	0,00286
dez/07	0,013773842	(0,00430)	0,00002
jan/08	-0,068780915	(0,08685)	0,00754
fev/08	0,067221382	0,04915	0,00242
mar/08	-0,039813532	(0,05789)	0,00335
abr/08	0,113228902	0,09516	0,00905
mai/08	0,069605705	0,05153	0,00266
jun/08	-0,104350342	(0,12242)	0,01499
jul/08	-0,084777827	(0,10285)	0,01058
ago/08	-0,064280313	(0,08235)	0,00678
set/08	-0,11001527	(0,12809)	0,01641
out/08	-0,247915699	(0,26599)	0,07075
nov/08	-0,017847558	(0,03592)	0,00129
dez/08	0,026096461	0,00802	0,00006
jan/09	0,046604527	0,02853	0,00081
fev/09	-0,028323493	(0,04640)	0,00215
mar/09	0,071924356	0,05385	0,00290

abr/09	0,155729892	0,13766	0,01895
mai/09	0,124933917	0,10686	0,01142
jun/09	-0,032649149	(0,05072)	0,00257
jul/09	0,064141924	0,04607	0,00212
ago/09	0,0314617	0,01339	0,00018
set/09	0,08900848	0,07093	0,00503
out/09	0,000438896	(0,01763)	0,00031
nov/09	0,089455467	0,07138	0,00510
dez/09	0,022938106	0,00486	0,00002
Média	0,01807	Variância	0,00606

Fonte: Cálculos elaborados pelo autor conforme dados disponibilizados pelo Economática.