

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO**  
**III CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS**

Marciano Villa

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**  
**A Evolução no Valor de Mercado das Empresas**

Porto Alegre  
2009

Marciano Villa

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**  
**A Evolução no Valor de Mercado das Empresas**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização em Mercado de capitais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.

Orientador: Dr. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre  
2009

Marciano Villa

**NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**  
**A Evolução do Valor de Mercado das Empresas**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização em Mercado de capitais da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em Mercado de Capitais.

Conceito final:  
Aprovado em \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

\_\_\_\_\_  
Prof.

\_\_\_\_\_  
Prof.

\_\_\_\_\_  
Prof.

\_\_\_\_\_  
Orientador – Dr. Oscar Claudino Galli – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

## RESUMO

Este estudo abordará a evolução de mercado de empresas listadas em níveis de governança corporativa da Bovespa. A Bovespa no final do ano de 2000, introduziu o conceito de níveis diferenciados de práticas de governança corporativa, em que as empresas, para obter um dos selos (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) devem seguir determinadas regras práticas de governança. Partindo-se do princípio que a adoção de práticas de governança corporativa maximize a riqueza e aumente o valor para o acionista, acredita-se que estas empresas possam desenvolver melhores resultados do que as empresas listadas no mercado tradicional.

Foram comparados os resultados das amostras dos três níveis de governança corporativa e do mercado tradicional. Através dos resultados da evolução do valor de mercado das empresas verifica-se que organizações listadas nos níveis diferenciados possuem um melhor desempenho, em determinados anos menores do que o mercado tradicional, mas sempre com evolução positiva o que não ocorreu com empresas do mercado tradicional, onde na média vinte e cinco por cento das empresas listadas na Bovespa no ano de 2009 tem valor menor que em 1994.

Diante desses resultados, há indícios que o compromisso com práticas adicionais de boa governança pode melhorar o desempenho das empresas, no entanto não é fator determinante, pois numa análise individual algumas empresas do mercado tradicional obtiveram desempenho superior as dos níveis diferenciados.

## ABSTRACT

This study is about the market evolution of companies listed in corporate governance levels at Bovespa. At the end of 2000, Bovespa introduced the concept of different practices of corporate governance levels, which means that in order to obtain one of the stamps (Level 1, Level 2 and New Market) companies must follow certain practical governance regulations. Based on the principle that the adoption of corporate governance practices maximizes wealth and increases the value for the stockholder, it is believed that these companies can develop better results than the companies listed in the traditional market.

The results of samples from three corporate governances and from the traditional market have been compared. The results of the evolution of the companies' market value show that the organizations listed in different levels have better performance, in certain years worse than in the traditional market, but always with positive evolution. The same has not happened in the traditional market, where, on average, twenty-five percent of the companies listed at Bovespa in 2009 have a value lower than in 1994.

These results indicate that the commitment to traditional practices of good governance can improve companies' performance, however this is not a determining factor, as in an individual analysis some companies in the traditional market had a better performance than the ones in the differentiated levels.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Evolução do Quadro de Associados - IBGC .....	22
Gráfico 2 – Evolução da Capitalização de Mercado .....	25
Gráfico 3 - Comparativo das Bolsas .....	26
Gráfico 4 - Evolução da Participação dos Investidores .....	28
Gráfico 5 - Evolução dos Índices .....	31
Gráfico 6 –Participação do NM, do N1 e do N2 na Capitalização de Mercado e Volume da Bovespa .....	35
Tabela 1 – Crescimento Percentual Médio das Empresas .....	37
Tabela 2 - Carteira Teórica do IGC para o Quadrimestre Jan./Abr.2009 .....	43
Tabela 3 - Evolução do Valor de Mercado das Companhia .....	47

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Índice Brasileiro de Governança Corporativa

IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada

IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBrX50 – Índice Brasil 50

## SUMÁRIO

RESUMO .....	4
ABSTRACT.....	5
LISTA DE ILUSTRAÇÕES .....	6
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	7
SUMÁRIO.....	8
1.1 OBJETIVOS .....	10
1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA .....	11
2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES .....	12
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....	13
2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS.....	14
2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO .....	17
2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA .....	18
2.5 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO.....	19
2.6 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	20
3 AS BOLSAS DE VALORES .....	24
3.1 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL .....	27
3.2 IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	29
3.2.1 Código das melhores práticas da governança corporativa.....	29
3.2.2 Ibovespa (índice Bovespa).....	31
3.2.3 IBrX50 (índice Brasil 50).....	31
3.3 IGC (ÍNDICE DE AÇÕES COM GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA) .....	32
3.4 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	32
3.4.1 Nível 1 de Governança Corporativa .....	33
3.4.2 Nível 2 de Governança Corporativa .....	33
3.4.3 Novo Mercado .....	34
4 METODOLOGIA.....	36
4.1 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	36
5 CONCLUSÃO.....	38
REFERÊNCIAS .....	40
ANEXOS.....	43



## 1 INTRODUÇÃO

A crescente globalização dos mercados de capitais internacionais, o forte fluxo de capital externo no Brasil e o aumento da competitividade global, vem acelerando a importância de adoção de práticas para otimizar o desempenho das companhias e proteger todas as partes interessadas. Para os investidores a análise das práticas de governança auxiliam nas decisões de investimento, determinam o nível e as formas de atuação que estes podem ter sobre as companhias.

Os acionistas que financiam as companhias, sujeitam-se ao risco e em troca exigem maiores retornos para seus investimentos, a adoção de práticas de governança corporativa melhora o conjunto de mecanismos através dos quais investidores e controladores tendem a ser mais valorizados, pois o retorno do investimento será usufruído igualmente por todos.

Andrade e Rossetti (2007, p. 516) afirmam que a busca pelos mais eficazes padrões de governança estão fortemente ligados a competição global, entre os países, pelo capital e pelos investimentos das corporações. Os investidores são atraídos pela existência de condições favoráveis ao desenvolvimentos dos negócios corporativos. Entre estas condições estão as práticas adotadas pelas empresas, em conformidade com os princípios, com os códigos e com as condições institucionais dos países. A proteção aos acionistas, a busca por padrões rigorosos de contabilização das operações, prestação responsável e abrangente de contas, relações eficazes entre a propriedade, os conselhos e a direção contam pontos positivos na definição dos níveis de atratividade de capital dos países. Entre 70 e 80% dos investidores em diferentes partes do mundo, dizem-se dispostos a pagar um prêmio de mercado pelas ações das corporações bem governadas.

Os agentes de mercado recomendam às empresas a adoção de práticas para o aprimoramento da governança corporativa, no Brasil o movimento pela governança corporativa começou a partir de 1995 com a criação do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC), entre as principais práticas constantes estão, responsabilidade corporativa, Conselho de Administração independentes, fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas. As boas práticas de governança têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, além de viabilizar seu acesso ao capital, tais práticas são capazes de atrair mais investidores, o mercado passa a ter maior número de papéis negociáveis, aumentando a liquidez das ações e incentivando o aumento na emissão de ofertas públicas.

Conforme Silva e Leal (2007, p. 3) o tema governança corporativa no Brasil está avançando bastante nos últimos anos, tanto no meio acadêmico como no profissional. Algumas iniciativas a destacar é a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, a nova Lei das Sociedades por Ações e o Código do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Diante dessas circunstâncias, é de se esperar que empresas que adotem as melhores práticas de governança corporativa tendem a apresentar melhores resultados, e conseqüentemente, maior valorização do capital dos acionistas. Sendo assim o presente trabalho visa investigar se a adoção de práticas superiores de governança corporativa, determinam fator diferencial para o aumento do valor de mercado das companhias.

## 1.1OBJETIVOS

- Analisar uma carteira composta pelo índice IGC de ações e do mercado tradicional com o objetivo de estudar a relação de empresas com boas práticas de governança e acompanhar a evolução do valor de mercado.

- Apresentar sistemas de governança de países com o mercado de capitais mais desenvolvidos comparando-os com o mercado brasileiro;

- Verificar o atual estágio de governança corporativa no Brasil e as transformações que ocorreram ao longo dos últimos anos;

- Verificar o desempenho de uma amostra de empresas que estão listadas nos níveis de governança corporativa;

- Analisar as mudanças dos indicadores de valorização das companhias listadas no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Tradicional da Bovespa;

- Contribuir sobre o assunto governança corporativa, apresentando estudos realizados por diversos autores, com o objetivo de dar embasamento teórico ao trabalho.

## 1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Ao adotar as melhores práticas de governança corporativa, uma empresa precisa desenvolver diversas mudanças estruturais e administrativas, mudanças que ocorrem pela implementação de procedimentos relacionados ao tratamento equitativo dos acionistas, transparência nas informações divulgadas, responsabilidade dos administradores e proteção legal aos investidores. Com isso, uma organização que promove investimentos ligados à melhoria de sua governança tende a obter melhores resultados, redução de custos de captação de seus recursos, e com isso, é de se esperar que empresas com maiores necessidades futuras de captação isto é, empresas que buscam melhores oportunidades futuras de crescimento, percebam a real necessidade na adoção de melhores práticas de governança.

Gestores de organizações que se comprometem a assumir práticas superiores de governança corporativa têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de transparência, buscam aumentar o valor da empresa e para os acionistas. É necessário um compromisso com as oportunidades futuras de crescimento, que dependem do nível de governança, isto é, a empresa que tiver melhor nível de governança terá mais facilidade para a captação de recursos.

## 2 GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS E DEFINIÇÕES

A década de 90 foi marcada por um período de fraudes na administração de grandes companhias como Enron e World Com. Diante dessa situação o conceito de governança corporativa ganhou maior notoriedade e passou por revisões e reformas de todo o sistema de controle de gestão empresarial.

Atualmente a legislação norte-americana estabelece normas mais rígidas de controle das funções de auditoria e punições severas aos atos fraudulentos praticados pelos gestores.

De acordo com Claessens, Djankov e Lang<sup>1</sup> (apud Andrade e Rossetti 2004, p. 22) há evidências de que as melhores práticas de governança implicam em maior acesso das corporações às instituições financiadoras e de seu desenvolvimento, captação de recursos com menores custos, empresas com melhor desempenho, com riscos mais baixos e melhor tratamento a todas as partes interessadas nos resultados.

Vários autores apresentam uma definição para governança corporativa, segundo Souza (2005, p. 20) governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva.

Lameira (2001, p. 46) afirma que a governança corporativa diz respeito a um conjunto de mecanismos e procedimentos que na mais ampla concepção permite a prática da administração das relações entre os acionistas majoritários e minoritários, credores, executivos ou administradores e demais interessados.

As boas práticas de governança são fundamentais, para o crescimento das empresas, pois necessitam de um constante fluxo de investimentos, que somente um acionista ou um grupo controlador poderá não ter condições de patrimônio e crédito suficientes para viabilizar seu crescimento.

A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos. (ANDRADE E ROSSETTI 2004, p. 24)

---

<sup>1</sup> CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. The Journal of Finance, december, 2002.

## 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

A teoria sobre a evolução econômica tem mostrado que o desenvolvimento econômico depende de vários fatores de qualidade, gestão e governança. Dessa forma, podemos considerar que a onda de entusiasmo em relação ao atual movimento de melhoria de práticas de governança é fundamental. Principalmente num mundo globalizado onde a adoção das melhores práticas de governança tem se tornado diferenciais entre as organizações, o emprego das boas práticas, a transparência com os investidores, podem contribuir para que as empresas atinjam um novo patamar de investimentos.

Como a governança corporativa surgiu na tentativa de solucionar os conflitos de agência, baseada na ética, transparência e igualdade de direitos dos acionistas, a governança é uma preocupação de vários países.

A teoria da agência suporta a idéia fundamental de que os administradores não têm espírito de empreender esforços para maximizar o retorno do acionista, mas sim tornar a empresa mais forte e segura, o que nem sempre é a melhor solução para os investimentos dos acionistas. Portanto, no intuito de alcançarem essa finalidade, muitas vezes os administradores cometem excessos que podem ferir até direitos essenciais dos acionistas. (LAMEIRA, 2001, p. 30)

O desenvolvimento de conceitos e a adoção de práticas de governança corporativa e investimentos sustentáveis, são tendências de evolução em todas as partes do mundo. O alto interesse dos fundos de pensão em investir em companhias com boas práticas de governança corporativa vem desempenhando importante papel no fortalecimento de resultados de sustentação de longo prazo.

Gompers, Ishii e Metrick <sup>2</sup> (apud Andrade e Rossetti 2007, p. 453) em um estudo da Universidade de Harvard junto a 1.500 companhias evidenciaram que o valor de mercado das empresas que apresentavam práticas de boa governança cresceu 22,3% ao ano, em média no período de 1999 a 2003, enquanto o valor das que não apresentavam bons indicadores não foi além de 14%. Essa valorização dos papéis das companhias é atribuível à tendência de os fundos de pensão considerarem, em suas decisões de composição de carteira, não somente indicadores de balanço, mas também, os processos e as práticas de governança adotadas pelas empresas.

---

<sup>2</sup> GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity Prices. NBER Working Paper, n. 8449, 2001.

A escolha dos portfólios dos investimentos realizados pelos fundos de pensão estão cada vez mais fundamentadas em critérios que vão além de bons resultados nos balanços econômico-financeiros. Existe uma firme tendência em se considerarem outros aspectos como a consistência de prestação de contas, transparência, equidade nas relações com os investidores, responsabilidade social e cuidados ambientais.

Para Becht, Bolton e Roell<sup>3</sup> (apud Andrade e Rossetti 2007, p. 333) questões centrais em torno da governança corporativa devem ter uma resposta simples. As corporações respondem a vários interesses, e exigem soluções de boa qualidade e não é possível adotar um conjunto único de regras ótimas. Existem diversidades culturais entre os modelos de cada país. Ocorre com as regras de boa governança o mesmo que com as instituições políticas, existem diferenças e não há uma que seja universalmente melhor para todas as nações.

## 2.2 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS ESTADOS UNIDOS

Os Estados Unidos são caracterizados por um mercado de capitais altamente desenvolvido e com controle acionário pulverizado. A alta pulverização do capital das empresas faz com que os grandes investidores detenham baixa porcentagem do total das ações das companhias.

Segundo Andrade e Rossetti (2007, p. 338) são raros os acionistas com mais de 10 por cento das ações de uma empresa listada nas bolsas de valores. Como resultado, os autores afirmam que os acionistas possuem pouco incentivo ou capacidade para afetar as políticas corporativas definidas pelos gestores, com isso os gestores ganham força se comparados aos investidores, que não conseguem influenciar nas práticas de gestão da corporação, facilitando, desta forma, que os gestores consigam maximizar sua utilidade ao invés da utilidade dos acionistas.

Neste contexto, o movimento em torno da governança corporativa surgiu nos Estados Unidos, como tendência decorrente da pressão de fundos de pensão, como Calpers e Fidelity que passaram a exigir mais informação e transparência das companhias na busca de limites aos abusos dos controladores.

---

<sup>3</sup> BECHT, Marco; BOLTON, Patrick e ROELL, Ailsa. Corporate Governance and Control. ECGI – Finance Working Paper n. 02/2002. Princeton, 2002.

Esta resposta foi dada em grande parte pela necessidade de mudanças e reformas societária exigidas pelos investidores institucionais, e principalmente pelos fundos de pensão.

De acordo com Souza (2005, p. 14) a Lei Sarbanes – Oxley promulgada em julho de 2002, em resposta às fraudes que desafiaram os controles do sistema acionário norte-americano focalizou um objetivo bem amplo, abrangendo a responsabilidade de todos os órgãos da companhia, desde o presidente e a diretoria até as auditorias e os advogados contratados.

A adoção de normas rígidas de governança corporativa para assegurar maior transparência nas informações, maior independência aos órgãos de auditoria e confiabilidade aos resultados, mediante imposição de controle mais rigoroso às auditorias e sanções severas contra fraudes societárias.

Andrade e Rossetti (2007, p. 337) ressaltam que o papel pioneiro do capital institucional foi exercido pelo Calpers (Califórnia Public Employees Retirement System), um dos maiores fundos de pensão do mundo, presente em 1800 empresas com US\$ 183 bilhões investidos em ações em 2005 e 1,4 milhões de participantes. Segundo os autores, o estopim para o movimento foi a recusa de uma oferta pública para a compra da Texaco em 1984 pelos seus executivos, prejudicando os acionistas. A compra não se efetivou devido a manobras políticas, pois a oferta de controle era de interesse dos acionistas e quando finalmente se frustrou esse fundo elaborou uma lista de problemas a serem enfrentados como a dependência do conselho em relação aos gestores e o aumento excessivo dos salários dos executivos. Uma das medidas adotadas pelo fundo foi atuar decisivamente na criação de um Conselho de Investidores Institucionais – (CIL – Concif of Institucional Investors).

Para Andrade e Rossetti (2007, p. 339) o programa de governança corporativa do Calpers, foi criado com os objetivos de:

- \* Estabelecer práticas de boa governança;
- \* Propor alterações na legislação para resguardar os acionistas de ações expropriatórias ou de manobras contrárias dos seus interesses;
- \* Atuar em lobbies para aprovação das alterações propostas;
- \* Monitorar as corporações, expondo publicamente as que operam com custos de agência exorbitantes e com Conselhos de Administração passivos;
- \* Incorporar a avaliação dos processos de governança na constituição de suas carteiras de ações;
- \* Concentrar seus votos nas Assembléias Gerais para renovação dos Conselhos de Administração.

O ativismo dos investidores intitucionais resultou em mudanças nas práticas de governança corporativa de boa parte das empresas americanas durante a década de noventa que teve como objetivo principal a redução dos espaços dos administradores e dos auditores para distorcerem os resultados das companhias.

As regras da boa governança a partir de então tornaram-se obrigações legais, não simplesmente princípios éticos recomendados para o mundo dos negócios. A atuação foi realizada exatamente sobre os pontos fracos da separação entre a propriedade e a administração, fim do acúmulo de funções do principal gestor.

De acordo com Andrade e Rossetti (2007, p. 340), a nova Lei Sarbanes Oxley, estabeleceu regras claras para a estrutura, o papel e a independência dos conselhos administrativos, relações da administração com a auditoria externa, a preparação de relatórios financeiros e a responsabilização pelas informações neles contidas. As mudanças que vieram com a lei focaram dois pontos cruciais:

- Aumento da confiabilidade nos Conselhos de Administração:
  - 1) Maioria de conselheiros independentes;
  - 2) Constituição de comitês de auditoria de nomeação e de remuneração;
  - 3) Criação de mecanismos de avaliação colegiada de riscos corporativos e de políticas para sua administração.
  
- Aumento da confiabilidade nos relatórios financeiros e nas informações que os acompanham:
  - 1) Criação do Conselho de supervisão contábil de empresas de capital aberto.
  - 2) Relação e independência de Auditoria, composta de pelo menos três conselheiros todos independentes e com conhecimentos financeiros;
  - 3) Padronização de relatórios contábeis segundo normas aceitas pelas instituições de contabilistas certificados.
  - 4) Responsabilização final dos administradores pelos dados e informações.

Como forma de mostrar aos investidores o cumprimento de algumas práticas de governança corporativa, empresas americanas começaram a elaborar suas diretrizes de governança corporativa. Por outro lado, a participação dos acionistas minoritários de forma mais ativa, liderando movimentos para a modificação da gestão empresarial, exigindo maior conhecimento da evolução da empresa mediante políticas de transparência de informações e direitos de participação nos órgãos sociais da companhia.



### 2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO REINO UNIDO

No Reino Unido o desempenho da governança corporativa assemelha-se aos padrões dos Estados Unidos. Segundo Andrade e Rossetti (2007, p. 341), quatro motivos se destacam:

- 1- As semelhanças estruturais dos dois sistemas corporativos, quanto à dispersão do capital e ao financiamento das companhias.
- 2- Questionável eficácia dos Conselhos de Administração, pouco cobrados até o início dos anos 90.
- 3- O ativismo exercido por investidores institucionais, que passaram a exigir mais informações financeiras.
- 4- Os desastres corporativos que, ocorreram no final dos anos 80.

Em dezembro de 1922, um grupo de trabalhadores formado pela bolsa de valores de Londres e outros organismos publicaram um relatório denominado Comitê Cadbury Report. Este relatório foi considerado um dos mais importantes marcos da governança corporativa ocidental.

De acordo com Andrade e Rossetti (2007, p. 341), esse relatório provocou várias mudanças nos processos de gestão das companhias do Reino Unido, influenciando indiretamente outras nações ocidentais.

No ano de 1995, a bolsa de valores de Londres formou outro comitê destinado a elaborar altos padrões de governança corporativa que teve como foco a remuneração dos conselheiros e a eficácia dos Conselhos de Administração. Em 1997 o comitê Hampel, ampliou os objetivos dos processos e das práticas de governança, reformulou-se questões de segurança, transparência e demonstrações financeiras.

Hampel Repor foi publicado em 1998, sob uma criteriosa e exaustiva comunicação de sugestões regulatórias que levou à elaboração do The Combined Code – Código combinado de Governança Corporativa editado em junho de 1998. Este código foi incorporado como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para a listagem das companhias.

Conforme Andrade e Rossetti (2007, p. 342) a vitalidade das forças externas do Reino Unido impulsionaram grupos influenciadores a revisar a lei societária do Reino Unido, que foi concluída em 2001. A esta revisão seguiram-se outras duas revisões dos princípios e das normas de governança.

Esses esforços de aprimoramento das normas de governança corporativa no Reino Unido nasceram dos estudos e práticas das instituições do mercado e dos investidores institucionais. Devido as várias mudanças introduzidas no modelo de governança corporativa do Reino Unido o modelo assemelha-se em muitos aspectos com o dos Estados Unidos.

## 2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALEMANHA

No modelo Alemão de governança corporativa, grandes acionistas e bancos controlam a maioria das ações da empresa. De acordo com Andrade e Rossetti (2007, p. 349) os bancos exercem posições majoritárias em muitas empresas alemãs.

Os bancos podem votar de acordo com as ações que possuem e com ações que detêm em nome de terceiros, ou seja, aquelas ações de propriedade de clientes, mas mantidas em contas bancárias ou em fundos mútuos. Essas ações adicionais dão aos bancos maior poder de voto e maior influência sobre as decisões. (GRINBLATT e TITMAN 2005, p. 49).

A Alemanha dispõe de um sistema bancário universal, os bancos do país podem realizar atividades comerciais e de investimento.

De acordo com Grinblatt e Titman (2005, p. 49) o mercado acionário alemão nunca foi uma fonte importante de financiamento para as empresas. Uma grande parcela das companhias alemãs é financiada por recursos privados. As empresas alemãs listadas na governança corporativa têm dois conselhos de administração. O Conselho de Administração é formado por executivos que administram a empresa rotineiramente e o conselho de supervisores é formado por 10 a 20 membros metade dos quais devem ser representantes dos trabalhadores, a outra metade é eleita pelos acionistas.

O desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa se deu na década de 90. A participação das empresas através de fusões e aquisições, realização de negócios em setores de alta tecnologia e de rápido crescimento implicaram na adoção de algumas regras necessárias.

Antes mesmo da criação do código de governança corporativa alemão ter sido lançado, um importante passo já seria implementado por Deutsche Börse, administrador da bolsa de Frankfurt, que foi a criação do Neuer Markt (novo mercado), este passo foi dado com

o objetivo de estimular o investimento de capital.

Segundo Andrade e Rossetti (2004, p. 153) em 2001 avaliações mais rigorosas das empresas, quanto ao seu monitoramento interno quebra de regras pelas gestões e a conduta dos conselhos, levou a Deutsche Börse a rever regras das empresas, fraudes e negócios frágeis foram constatados e o Neuer Markt foi fechado em 2003. Dessa experiência resultaram dois mercados distintos, o Padrão Doméstico que segue a regulamentação tradicional e o Padrão Prime que incorporou as regras do Neuer Markt e assimilou as empresas listadas, e outras que têm acesso aos mercados de capitais dos Estados Unidos e Reino Unido.

## 2.5 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO JAPÃO

Existem algumas semelhanças entre os modelos de governança praticados na Alemanha e no Japão, a importância dos bancos na estrutura de capital, no monitoramento e controle das organizações.

A governança corporativa japonesa começou a se desenvolver na década de 90 a partir da necessidade de restaurar a confiança na economia e no mercado de ações abalado pela estagnação econômica, na década de 1990.

Como característica principal da economia japonesa podemos destacar o Kereitsu, que são amplos conglomerados de companhias. As partes interessadas são membros de uma corporação que envolve a sua vida. A energia organizacional é mobilizada para conquistar mentes e fortalecer o compromisso.

O capital é estruturado em exigíveis de longo prazo e apesar dos bancos serem limitados a participação de 5% das ações de grandes empresas, todas tem estritas relações com o sistema financeiro. Entre bancos financiadores, aquele que tem maior participação geralmente participa com a alta direção no aconselhamento estratégico e na estrutura do capital.

As empresas conglomeradas possuem ligações horizontais entre si, pelas posses cruzadas de ações. Cada uma tem uma pequena parcela das demais, que só em poucos casos chega a 5%, mas somando-se todas as participações cruzadas, no mínimo 30% do capital são controlados pelas empresas-membros do Keiretsu, taxa que pode chegar a 90%, considerando-se também as participações cruzadas dos bancos, nas formas exigíveis de longo prazo e de ações. (ANDRADE e ROSSETTI 2004, p. 154).

Em 1997 a Federação das Organizações Econômicas do Japão publicou um relatório recomendando urgentes mudanças na governança corporativa das empresas japonesas, o objetivo da Federação era conscientizar as companhias da necessidade de adoção de um código de melhores práticas de governança corporativa.

Em 2001 foi publicado o código de governança japonês, entre as recomendações do código podemos citar: maior transparência nas informações ao mercado, redução dos conselhos, maior poder de análise dos auditores e a adoção de padrões mundiais de governança.

## 2.6 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A estrutura de governança corporativa presente no Brasil se desenvolveu principalmente na década de 90, tendo como objetivo principal solucionar o conflito de agência, que ocorre entre acionistas majoritários.

O problema de agência (ou problema agente - principal aparece quando o bem – estar de uma parte (denominada principal) depende de decisões tomadas por outra parte (denominada agente). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses dos dois são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente. (SILVA e LEAL, 2007, p.22)

Estabelecer sistemas eficientes de governança corporativa deve ser prioridade para qualquer empresa que desejar competir globalmente.

Para Lameira (2001, p. 46) as companhias para conseguirem recursos, necessitam compartilhar seu governo interno entre vários acionistas e diversos interesses, pois somente

um acionista ou um grupo de controladores poderá não ser suficiente para viabilizar seu crescimento. Neste sentido podemos admitir que pode existir conflitos de interesse onde interessa ao administrador uma companhia forte e crescente que tenha condições para sobreviver e assegurar seu emprego e poder e ao mesmo tempo ao acionista interessa maximizar seu investimento conseguindo sempre melhores retornos para seus investimentos, o que pode não ser de aumentar os negócios da companhia, mas ao contrário, usufruir de seus recursos seja através dos dividendos ou mesmo vendendo a empresa para aplicações em outros investimentos.

No Brasil, o debate em torno da Governança Corporativa intensificou-se bastante nestes últimos anos à medida que as relações entre acionistas majoritários e minoritários estão mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e entrada de novos sócios nas empresas privadas principalmente os estrangeiros e investidores institucionais.

A abertura da economia brasileira e o aumento de investimentos estrangeiros no Brasil e o crescimento do número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais têm estimulado e tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de Governança Corporativa.

Os códigos de boas práticas de Governança Corporativa originaram-se no Brasil em uma sociedade civil, ou seja, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em uma instituição de mercado de capitais, Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e em órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O gráfico apresenta a evolução do quadro de associados do Instituto Brasileiro e Governança Corporativa desde sua criação em 1995. O que pode ser verificado claramente no gráfico abaixo é o crescimento ano a ano no quadro de associados ao IBGC. Em 1995 possuía 15 associados e em 2007 o número passou para 1074.

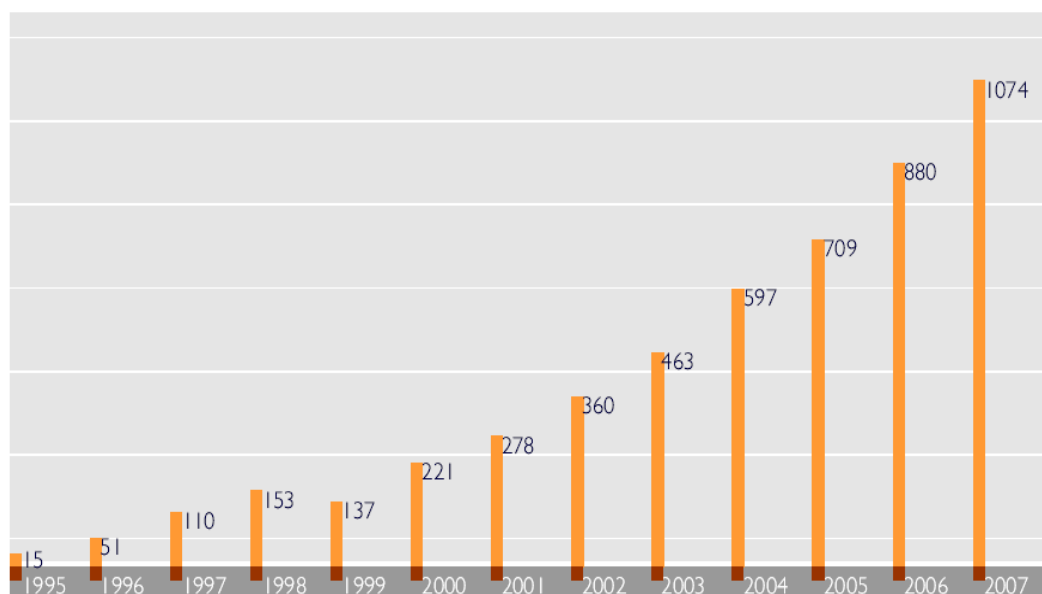


Gráfico 1 – Evolução do Quadro de Associados - IBGC  
Fonte: IBGC

Governança corporativa é o conjunto de mecanismos de controle em benefício do acionista e da empresa. Conforme definição da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, a governança corporativa é o conjunto de práticas que buscam maximizar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. No que se refere ao Mercado de Capitais, para a CVM a análise de prática de Governança Corporativa envolve principalmente: transparência, equidade de tratamento de acionistas e prestação de contas. Para a CVM, uma vez que as boas práticas de Governança Corporativa determinam o nível e as formas de atuação dos investimentos de uma empresa, elas têm forte influência sobre o desempenho da organização.

No Brasil a governança corporativa pode ser mais bem compreendida a partir dos anos 70. Até então, o mercado acionário era bastante desregulado. A percepção do governo em relação ao mercado de capitais era de grande importância para o desenvolvimento do país, em vista disso criou a Lei das S.A e buscou incentivos para a promoção do mercado de capitais.

Para Silva e Leal (2007, p. 34) a partir da década de 90 com a falência de algumas empresas de capital aberto, fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança empresarial. A liquidação pelo Banco Central de grandes instituições financeiras privadas trouxe dúvidas sobre a eficácia dos auditores independentes. A falência e

problemas financeiros de várias empresas deram-se pela falta de regulação, fraca administração e claro, o abuso por parte de grupos controladores.

Investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão começaram a participar mais ativamente nos conselhos de administração de empresas que buscaram participação mais significativa, esta participação ativa passou a demandar por melhores padrões de governança corporativa.

Com a reformulação da Lei das S.A, a partir de 2001, foi um importante marco para que o mercado de capitais brasileiro firmasse os primeiros passos na busca da prática de políticas de boa governança.

Segundo Vieira (2004, p.104) durante muito tempo os acionistas brasileiros, institucionais ou não, não participavam da gestão da empresa, isso induzia a uma administração pouco transparente, e por muitas vezes não objetivava a maximização dos resultados da empresa no longo prazo.

### 3 AS BOLSAS DE VALORES

A origem das Bolsas de Valores é bastante incerta, alguns escritores acreditam que surgiram no decorrer da Idade Média, não há uma definição clara. Sabe-se apenas que elas surgiram em épocas distantes com atribuições que não vinculavam especificamente valores mobiliários.

As operações resumiam-se na compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos.

De acordo com Cavalcanti e Misumi (2002, p. 67) a palavra Bolsa, no seu sentido comercial e financeiro, nasceu em Bruges, cidade da Bélgica, onde se realizavam assembléias de comerciantes na casa de um senhor chamado Van Der Burse, cuja fachada de sua residência havia um escudo com três bolsas.

Já Filho (2006, p. 89) afirma que a primeira Bolsa de valores foi a Bourse de Paris no ano de 1141. Em 1668 foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres, de acesso vedado ao público em geral, orientado por um delegado, e com associados brokers – corretores intermediários e jobbers – negociadores por conta própria.

No Brasil as Bolsas de Valores sofreram várias transformações em sua estrutura, seu desenvolvimento está ligado à reestruturação econômica do país, principalmente na primeira metade do século passado, com a reorganização do sistema financeiro brasileiro.

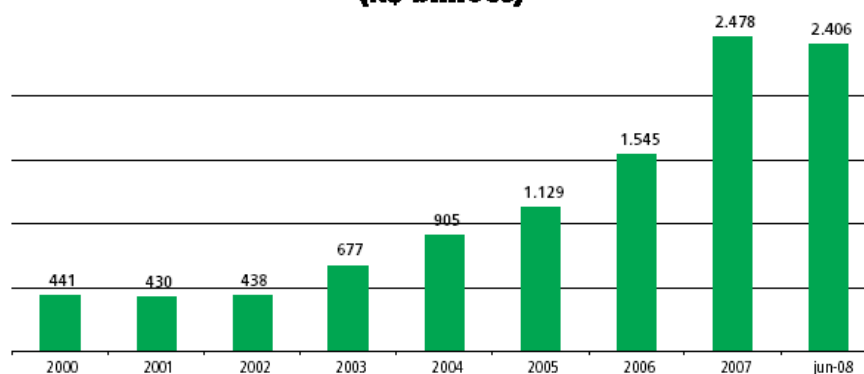
A Bolsa de Valores de São Paulo foi fundada em 23 de agosto de 1890, como associação civil, sem fins lucrativos, e com o objetivo de manter local adequado para a realização das transações de compra e venda das ações de companhias abertas. Nasceu numa época em que a Bolsa de Valores era pouco conhecida do grande público, na busca de constante desenvolvimento tecnológico, a Bovespa desenvolveu inúmeras iniciativas visando aperfeiçoar a qualidade dos serviços prestados aos investidores e companhias abertas, que podem ser equiparadas as Bolsas dos grandes centros financeiros mundiais.

A capitalização de mercado é o valor total das ações de uma empresa com base na sua cotação no mercado.

Em junho de 2008 a capitalização de mercado das companhias com ações cotadas na BOVESPA atingiu R\$ 2,4 trilhões (cerca de US\$ 1,5 trilhão), conforme pode ser visto no gráfico abaixo.



### **Evolução da Capitalização de Mercado (R\$ bilhões)**



**Gráfico 2 – Evolução da Capitalização de Mercado**

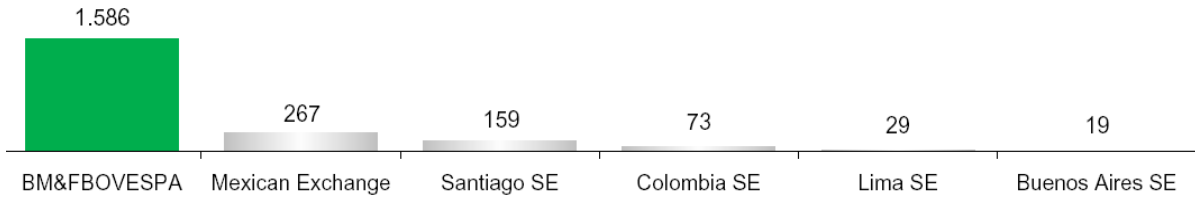
Fonte: BOVESPA Boletim Informativo Ano 8 – Número 136 – janeiro 2009

Sabemos que a proteção e a garantia dos direitos dos acionistas atraem mais investidores, aumenta a competitividade do mercado, estimula o aumento de ofertas públicas e empresas listadas em bolsas de valores, proporcionando o desenvolvimento do mercado. Investidores procuram financiar empresas com forte proteção legal de seus direitos, em organizações onde as leis são cumpridas com qualidade nos países desenvolvidos, é possível captar mais recursos se comparado a países de fraca proteção aos acionistas.

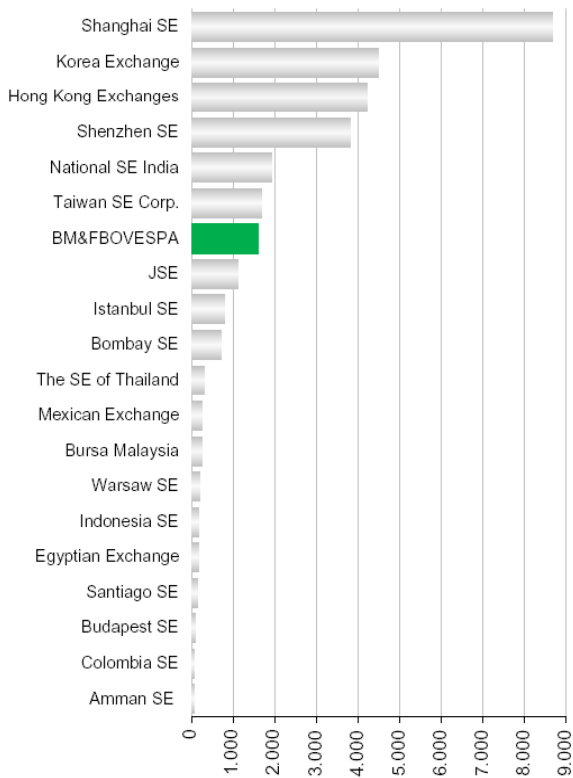
A seguir está apresentado o gráfico comparativo das bolsas dos mercados emergentes e mercados mundiais no mês de novembro de 2008.

**COMPARATIVO DAS BOLSAS <sup>1</sup>**  
**MÉDIA DIÁRIA DE NEGOCIAÇÃO (em milhões de US\$)**  
 novembro de 2008

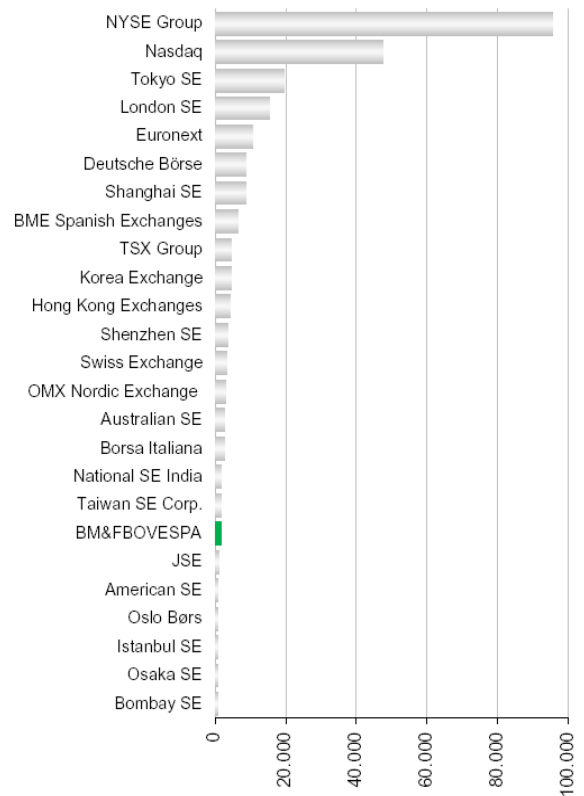
**MERCADOS DA AMÉRICA LATINA**



**MERCADOS EMERGENTES <sup>2</sup>**



**MERCADOS MUNDIAIS**



<sup>1</sup> Fonte WFE

<sup>2</sup> Países Membros do Comitê de Mercados Emergentes da IOSCO

**Gráfico 3 - Comparativo das Bolsas**  
 Fonte: BOVESPA Boletim Informativo Ano 8 – Número 136 – janeiro 2009

### 3.1 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O mercado de capitais abrange um conjunto de transações para transferência de recursos financeiros entre agentes poupadores e investidores, é uma relação financeira constituída por instituições e contratos que permite que poupadores e empresas demandantes de capital de longo prazo, realizem suas operações. A existência de um mercado de capitais ativo sinaliza o estágio de desenvolvimento de uma economia, pois pessoas, empresas e instituições passam a ter maiores oportunidades de investimento.

Além disso, a participação no mercado de capitais permite às organizações a obtenção de recursos a custo competitivo.

Segundo Neto (2000, p. 18), o ano de 1965 representa um marco no desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. A Lei 4.728/65, também conhecida com a Lei de Mercado de Capitais, colocou este mercado sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a Fiscalização do Banco Central. A evolução das práticas de mercado e o acesso público de informações exigiram dispositivos de proteção aos investidores contra fraudes e manipulações.

Com o crescimento das empresas e a expansão dos negócios, surge a necessidade de crédito e de uma estrutura de capital que permita o aumento da escala produtiva. Diante desse cenário as empresas começaram um processo de abertura de capital, e a necessidade da obtenção de uma administração mais profissional.

Em 1976, com as Leis 6.685/76 e 6.404 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários e a nova Lei das Sociedades por Ações, tiveram com objetivo básico a proteção do acionista na empresa e do investidor do mercado.

De acordo com Vieira e Mendes (2004, p. 107) no final dos anos 80 a Resoluções 1.524/88 e 1.289/87, trouxeram importantes alterações no mercado de capitais, a primeira instituiu o Banco Múltiplo que resultou em simplificação dos procedimentos operacionais, jurídicos e contábeis e a segunda flexibilizou as regras para o investidor estrangeiro, propiciando o ingresso de volumosos recursos externos.

Na década de 90, o avanço tecnológico permitiu rápido processamento de informações, uma série de mudanças no quadro econômico e regulatório, dando início à estabilização econômica e a abertura comercial e o mercado brasileiro ficou mais atraente aos investidores estrangeiros.

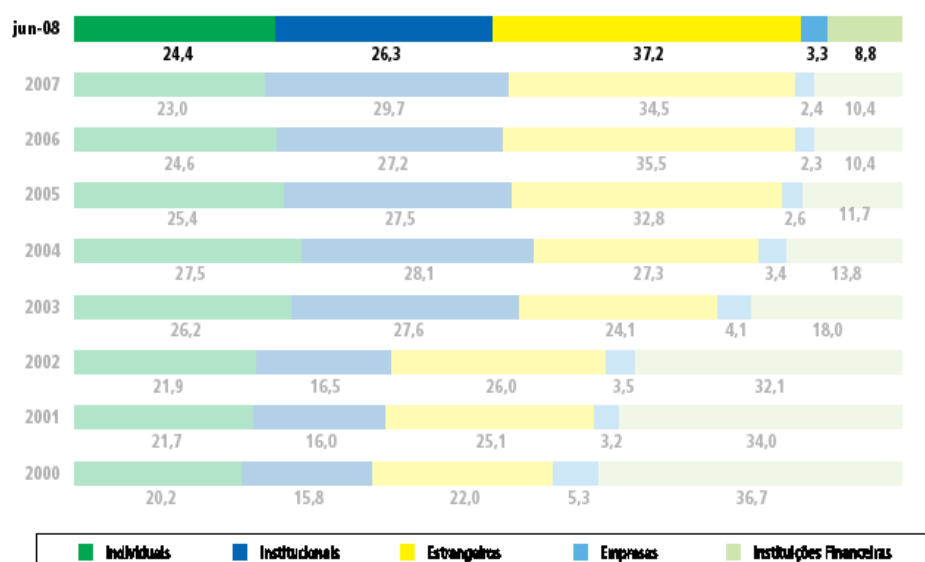
Em 2000 iniciou-se um processo econômico com resultados promissores, a Resolução do CMN 2.689, flexibilizou ainda mais as regras para o investidor estrangeiro. A decisão permitiu o livre ingresso para todos os produtos disponíveis no mercado brasileiro.

Segundo Andrade e Rossetti (2007, p. 416) no período de 1994-2007, os investidores estrangeiros, os institucionais e as instituições financeiras responderam por mais de 70% do mercado de capitais brasileiro.

Atualmente o mercado financeiro brasileiro vem registrando longo período de volatilidade, associada à saída de investidores estrangeiros, aprofundamento da recessão das economias globais e a retração dos preços das commodities, intensificou ainda mais o agravamento da crise iniciada em 2007, no mesmo ano o mercado financeiro brasileiro foi considerado como o melhor da história, a Bolsa comemorou o recorde de 27 aberturas de capital, ou ofertas públicas iniciais.

No gráfico cabe destacar a evolução da participação dos investidores e podemos observar o volume financeiro total da Bovespa, a participação de cada classe de investidores. A participação dos investidores estrangeiros é bastante representativa no volume negociado na Bovespa, esse fluxo de capital passa a influenciar diretamente na valorização dos ativos.

#### **Evolução da Participação dos Investidores no Volume Financeiro Total da BOVESPA - %**



**Gráfico 4 – Evolução da Participação dos Investidores**

Fonte: BOVESPA Boletim Informativo Ano 8 – Número 136 – janeiro 2009

## 3.2 IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi criado no final do ano de 1995, em princípio com o nome de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). O foco dessa instituição era reunir e promover a formação de profissionais qualificados com objetivos voltados ao desenvolvimento dos negócios e da gestão das companhias.

Em 1999 esta instituição ampliou seus objetivos e lançou o primeiro código de melhores práticas de governança sendo o responsável pela introdução do código de melhores práticas de governança produzido no Brasil e anunciou suas novas diretrizes institucionais:

- Ser referência nacional em governança corporativa, sendo um importante centro de debates sobre assuntos relativos à governança corporativa;
- Formar profissionais qualificados para atuação em conselhos de administração e outros órgãos de governança das empresas;
- Estimular a capacitação profissional de acionistas, sócios quotistas, diretores e membros do conselho consultivo e fiscal para buscar o aprimoramento das boas práticas de governança corporativa de suas empresas;
- Treinar e orientar as atividades de conselhos de administração para atingir a excelência nessa área;
- Promover pesquisas, debater idéias, conceitos sobre governança corporativa;
- Contribuir para que as empresas adotem os valores da boa governança, transparência, prestação de contas, equidade e responsabilidade corporativa.

### 3.2.1 Código das melhores práticas da governança corporativa

Segundo o próprio Instituto de Governança Corporativa (IBGC) o objetivo central do código das melhores práticas de governança é indicar caminhos para todos os tipos de empresas, com a finalidade de contribuir para o mercado de capitais brasileiro atingir melhor desempenho nas organizações visando aumentar o valor da sociedade, melhorar o seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para o crescimento sustentável do país.

A primeira versão do Código as Melhores Práticas de Governança Corporativa foi elaborado em discussões e reflexões sobre a lei das Sociedades Anônimas e concentrava-se principalmente em questões que se relacionavam com os conselhos. Fica evidente a existência de lacunas em relação a outros aspectos, como proteção aos acionistas minoritários, a transparência na prestação de contas entre outros aspectos. O próprio instituto reconheceu estas falhas e por isso em 2001, o primeiro código foi amplamente revisado com ampliação dos temas abordados.

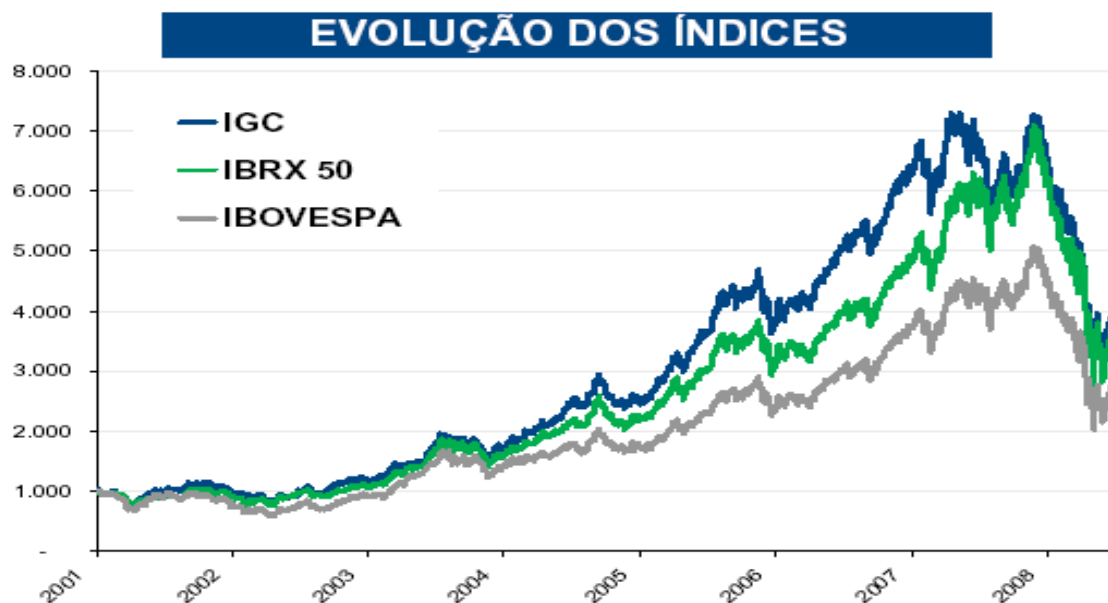
De acordo com Andrade e Rossetti (2007, p. 454) o primeiro código foi dividido em seis partes para revisão: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria, conselho fiscal, ética e conflitos de interesses difundindo dos valores essenciais e abordando questões cruciais de governança corporativa.

A terceira versão do código do IBGC foi editada em 2004. Embora mantendo a mesma estrutura da revisão de 2001, o código inclui temas novos, como responsabilidade corporativa, melhor detalhamento dos atributos e atuação dos conselheiros independentes.

O IBGC tem evoluído constantemente tornando-se parte fundamental para a discussão das mudanças institucionais e econômicas, constituição de novos grupos de poder, recomendações societárias que ao longo do tempo, redefinem o ambiente interno e impõem novas práticas de governança.

O índice de ações com Governança Corporativa é incluído na carteira teórica todas as empresas admitidas a negociação no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

No gráfico a seguir podemos evidenciar a evolução do comportamento dos índices IGC, IBRX 50 e Ibovespa.



**Gráfico 5 – Evolução dos Índices**

Fonte: BOVESPA Boletim Informativo Ano 8 – Número 136 – janeiro 2009

### 3.2.2 Ibovespa (índice Bovespa)

Carteira teórica composta pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a 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 no período.

### 3.2.3 IBrX50 (índice Brasil 50)

Conforme Brum (2007, p. 63) o Índice Brasil 50 é calculado pela BOVESPA e mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas da BM&FBOVESPA em termos de liquidez ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos.

Integram a carteira do IBrX-50 as ações que atendem cumulativamente os critérios a seguir:

- a) Ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade apurados nos doze meses anteriores à reavaliação;
- b) Ter sido negociada em pelo menos 80% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

### 3.3 IGC (ÍNDICE DE AÇÕES COM GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA)

Carteira composta por ações de companhias listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA. Os segmentos especiais destinam-se a listar ações de companhias com boas práticas de governança corporativa. Em dezembro o segmento especial Nível 1 contava com 43 empresas. O nível 2 com 18 e o Novo Mercado com 99.

### 3.4 NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As práticas de governança corporativa são também identificadas como Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, dependendo do grau de compromissos assumidos pela sociedade que implica em um compromisso assumido e formalizado por meio de contrato assinado pela BOVESPA, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. A criação do novo mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo são iniciativas para melhoria da demanda por melhores padrões de governança no Brasil.

Para as empresas que estão no Novo Mercado há expectativa de que as ações da empresa passem a apresentar maior valorização, retornos positivos mais expressivos e maior volume de negociação. A listagem das empresas em segmentos diferenciados de mercado é a maior proteção ao investidor como decorrência, maior número de investidores e maior liquidez.

Em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo implantou os Níveis Diferenciados de governança corporativa, segmentos especiais de listagem desenvolvidos



para proporcionar um ambiente de negociação onde se destaca a importância de boas práticas de governança na busca da maximização do valor da companhia para seus acionistas.

### **3.4.1 Nível 1 de Governança Corporativa**

Segundo dados BOVESPA, o Nível 1 de governança corporativa caracteriza-se por exigir regras menos rigorosas com relação às práticas de governança. As companhias se comprometem principalmente em melhorar a prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária, adotando com principais práticas:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente;
- Cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de distribuição de ações pelo qual uma S/A garante a seus funcionários participação nos resultados da empresa;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

### **3.4.2 Nível 2 de Governança Corporativa**

Conforme Andrade e Rossetti (2007, p. 441) além dos compromissos assumidos pelas empresas do Nível 1, são acrescidos um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais aos acionistas minoritários:

- Elaboração de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais;
- Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 80% do valor das ordinárias;

- Concessão de direito de voto as ações preferenciais em algumas matérias de alta relevância corporativa, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários;
- Disponibilização de balanço seguindo as normas das demonstrações contábeis em US GAAP (em inglês e em dólares americanos) ou IASC GAAP (em inglês e em dólares americanos ou euros).

### **3.4.3 Novo Mercado**

O Novo Mercado é um segmento de listagem de empresas que se comprometem voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e de transparências adicionais às exigências da legislação. Foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais no Brasil.

As regras do Novo Mercado ampliaram os direitos dos acionistas, aumenta a transparência das informações e oferece aos investidores mais direitos.

De acordo com Filho (2006, p.69), os requisitos para adesão ao Novo Mercado são os definidos para o Nível 2, acrescidos dos seguintes:

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas direito a voto;
- Tag Along, que em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-lhes o mesmo tratamento dado ao grupo controlador.

Abaixo apresentamos um gráfico de participação dos níveis em relação ao volume total da Bovespa. Verificamos que o número de companhias listadas no Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 cresceram ano a ano. Em junho de 2008 o percentual de capitalização de mercado

dessas empresas já era de 58% enquanto que o volume financeiro representava 66% do total da Bovespa.

### Participação do Novo Mercado, do Nível 2 e do Nível 1 na capitalização de mercado e no volume total da BOVESPA

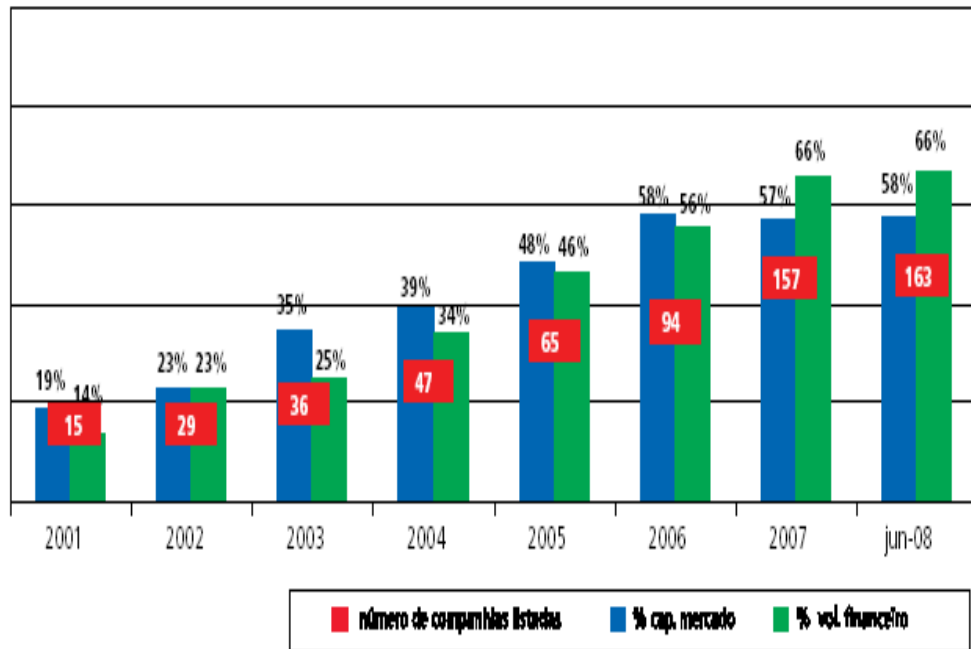


Gráfico 6 –Participação do NM, do N1 e do N2 na Capitalização de Mercado e Volume da Bovespa

Fonte: Dados & Notas BOVESPA

## 4 METODOLOGIA

A pesquisa desenvolvida possui um foco quantitativo, com base em procedimentos de utilização da evolução do valor de mercado das empresas selecionadas numa amostragem. Utilizou-se uma amostra de dados de 101 empresas nos anos de 1994, 1999, 2005, 2008 e 2009, coletada no sistema econômica (anexo 2). Após a seleção foram excluídas da amostra as empresas que não possuíam informações durante todo o período analisado. Para selecionar as empresas de acordo com o nível de governança pesquisou-se os dados no anexo 1 da carteira teórica do IGC.

Este estudo objetiva analisar empresas listadas no Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Mercado Tradicional da Bovespa visando conclusões através dos dados da pesquisa escolhida identificando o crescimento médio das empresas nos diferentes níveis de governança.

Utilizou-se a fórmula abaixo para definir o crescimento percentual médio ao ano.

$$VF_n = VP_0(1+r)^n \quad \text{onde} \quad r = \left( \frac{\text{ValorFuturo}}{\text{ValorPresente}} \right)^{\frac{1}{\text{tempo}}} - 1$$

r : crescimento percentual médio ao ano

Valor Futuro: valor de mercado da empresa em março 2009.

Valor Presente: valor de mercado da empresa em dezembro de 1994.

Tempo: 94+14 anos = 98 mais 0,25 de ano = três meses então o tempo é 14,25 anos

Com base nestes resultados calculou-se a média de crescimento das empresas do mercado tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

### 4.1 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na tabela 1 calculou-se o crescimento percentual médio ao ano das empresas selecionadas na amostra (anexo 2).

Através desta análise verificou-se os benefícios proporcionados pela boa governança corporativa formada pelas empresas do IGC que obtiveram evolução média de valor de mercado de 14,09% para o Nível 1, 6,48% para o Nível 2 e 13,28% para empresas do Novo Mercado, enquanto as empresas listadas no mercado tradicional tiveram crescimento médio de 8,29%.

**Tabela 1 – crescimento percentual médio das empresas**

CRESCIMENTO PERCENTUAL MÉDIO AO ANO	
n0	8,29
n1	14,09
n2	6,48
nm	13,28

Fonte: o autor

No anexo 2 – evolução do valor de mercado das companhias observou-se que de 61 empresas listadas no mercado tradicional, 16 tiveram valor de mercado reduzido, ou seja, o valor de mercado destas empresas hoje (março de 2009) é menor que seu valor de mercado em dezembro de 1994. Considerando a mesma amostra verificou-se também que todas as empresas listadas no Índice de Governança Corporativa tiveram crescimento positivo.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo procurou abordar a relação de mercado de empresas com boas práticas de governança e empresas que ainda não adotaram tais práticas. Verificou-se o desempenho de uma seleção de empresas listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa e empresas listadas no mercado tradicional. O objetivo deste trabalho não foi apontar quais são as melhores empresas, as que mais se desenvolveram e nem o setor que mais teve destaque, mas sim acompanhar a evolução média do valor de mercado de uma amostra de dados de empresas coletados no sistema Economática, desconsiderando o percentual de distribuição de dividendos, que neste caso, dividendos maiores ou menores podem alterar os resultados.

Conforme Lemes e Barbosa (2002, p. 23) nas pequenas empresas o proprietário normalmente detém todo o controle da empresa, desde atividades mais operacionais até as decisões mais estratégicas sobre quanto investir e se endividar junto às instituições financeiras. À medida que cresce o tamanho da empresa, sua estrutura organizacional fica mais complexa, começam a ocorrer divisões de tarefas de produção, vendas, finanças e administração. O proprietário não mais consegue exercer o controle direto sobre todas as atividades.

O aumento de competitividade, pela abertura do mercado iniciada na década de noventa, e a dificuldade para obtenção de financiamento, tem levado as empresas brasileiras do Brasil e do mundo a uma necessidade crescente de acesso ao mercado de capitais.

De acordo com Neto (2003, p. 431) o potencial de uma empresa em estabelecer determinada política de dividendos é, em grande parte, determinado por sua capacidade e flexibilidade em captar recursos no mercado. Esses recursos podem ser compreendidos pelo tempo que a empresa normalmente despense na captação e suas condições de acesso a fontes alternativas de financiamento empréstimos bancários, emissão de debêntures entre outras. Quanto melhor forem essas condições para a organização, maior será o seu potencial de distribuir dividendos.

Na atualidade existe muita preocupação com os mercados mundiais, principalmente com a crise americana, a falta de crédito, alta inadimplência e aversão ao risco que vem crescendo muito, investidores em ações preferem sair das Bolsas sujeitas a oscilações e aplicar em investimentos mais seguros. Assim o setor financeiro está sofrendo uma série de abalos, empresas com dificuldades financeiras, falta de liquidez e baixa demanda por produtos e serviços.

Por isso a incerteza sobre o mercado mundial tem levado muitas empresas listadas nas bolsas de valores a resultados negativos, principalmente devido à atual conjuntura de falta de crédito e baixa evolução de melhoria da economia. Talvez isso seja devido a um fator da falta de planejamento de médio e longo prazo por parte das companhias e da grande volatilidade do capital.

Assim também, é notório que cada vez mais investidores buscam acompanhar o nível de transparência das companhias, a diminuição do grau de risco, a desconfiança que ainda predomina entre muitas companhias, mas gestores e investidores poderão enfrentar o atual momento como um grande aprendizado, pois os investidores estão cada vez mais informados, conscientes de seus direitos e buscando companhias que ofereçam proteção legal e rentabilidade.

Frente aos benefícios proporcionados pela boa governança corporativa, a carteira formada pelas empresas do IGC obteve evolução média de valor de mercado de 14,09% para o Nível 1, 6,48% para o Nível 2 e 13,28% para empresas do Novo Mercado, enquanto as empresas listadas no mercado tradicional tiveram crescimento médio de 8,29%. Estes resultados sugerem que as exigências a serem cumpridas pelas empresas que fazem parte do IGC garantiram maior crescimento da empresa, mesmo no Nível 1, que tem exigências mais fracas de práticas de governança corporativa, obtendo o maior resultado. Isso pode indicar que não são necessárias normas tão rígidas, mas um conjunto de boas práticas de governança corporativa juntamente com outras normas, princípios éticos e padrões rigorosos de contabilização.

Os resultados obtidos mostram também que algumas empresas que não fazem parte do IGC, apresentaram ótimos resultados, como é o caso da Ambev que obteve crescimento médio ao ano de 26,57%, Metisa 27,90%, Nord Brasil 33,38%, Petrobrás 26,20% e Yara Brasil 31,59%. Porém sabe-se que as empresas com boa governança corporativa, são mais atraentes pelos investidores estrangeiros e fundos de pensão, principalmente nos momentos de crise, pois estas ações podem ter maior liquidez e maior volume de negociação.

Como a maioria das pesquisas acadêmicas, o presente trabalho, possui limitações e são necessários estudos posteriores, considerando períodos mais recentes, para conclusões mais seguras em relação às boas práticas de governança corporativa. Assim este estudo poderá servir para novas pesquisas, auxiliar em novos resultados de empresas que adotem boas práticas de governança.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. São Paulo, Atlas, 2004.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa – Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. 3.a ed. São Paulo, Atlas, 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) Acesso em 05/01/2009.

BRUM, Carlos A. H. Aprenda a Investir em Ações e a Operar na Bolsa Via Internet. 4.a ed. Rio de Janeiro: Ciência Moderna.

CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) Acesso em 05 de janeiro de 2009.

ECONOMÁTICA – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Acesso em 09 de março de 2009.

FILHO, Cláudio Pinheiro Machado. Responsabilidade Social e Governança – O debate e as implicações. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. Mercados Financeiros & Estratégias Corporativas. Traduzido por Jorge Ritter e Tomas Anker. 2.a ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Sustentabilidade e Governança – Estratégia para a Perenidade das Organizações. Disponível em: [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br) Acesso em 06 de janeiro de 2009.



LEMES, Júnior; BARBOSA, Antônio. Administração Financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Florense Universitária, 2001.

NETO, Alexandre Assaf. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2003.

NETO, Humberto Casagrande. Abertura do Capital de Empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SALMON, Walter J.; CALDWELL, Philip; POUND, John. Experiências de Governança Corporativa – Harvard Business Review. Traduzido por Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2001. Tradução de: On Corporate Governance.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governança Corporativa – Evidências Empíricas no Brasil. São Paulo, Atlas, 2007.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia. Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas. São Paulo: Atlas, 2005.

RODRIGUES, José Antônio; MENDES, Gilmar de Melo. Governança Corporativa – Estratégia para Geração de Valor. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

ROSS, Stephen A. Administração Financeira. Traduzido por Antônio Zoratto Sanvicente. 2.a ed. São Paulo: Atlas, 2002. Tradução de: Corporate Finance.

STEINBERG, Herbert. A Dimensão Humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas. São Paulo: Gente, 2003.

VIEIRA, Solange Paiva. Governança Corporativa: Uma análise e sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro. BNDS, Rio de Janeiro, v.11, n. 22 p. 103-122, dez 2004.

VIEIRA. Solange Paiva; MENDES. André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDS, Rio de Janeiro, v. 11, n.22, p. 103-122, dez 2004.

## ANEXOS

### Anexo 1 – Carteira teórica IGC

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)
ABCB4	ABC BRASIL	PN EJ N2	67.650.000	0,065
ABNB3	ABNOTE	ON ED NM	65.704.904	0,133
ABYA3	ABYARA	ON NM	38.511.752	0,011
AGIN3	AGRA INCORP	ON NM	193.984.726	0,066
ALLL3	ALL AMER LAT	ON N2	4.587.412	0,003
ALLL4	ALL AMER LAT	PN N2	18.032.857	0,006
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT N2	518.110.236	0,984
ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	6.600.582	0,059
AMIL3	AMIL	ON NM	204.732.114	0,280
AEDU11	ANHANGUERA	UNT N2	72.513.234	0,167
ARCZ3	ARACRUZ	ON N1	15.505.452	0,012
ARCZ6	ARACRUZ	PNB N1	489.803.285	0,232
BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	94.888.564	0,429
BRSR6	BANRISUL	PNB N1	173.984.763	0,185
BEMA3	BEMATECH	ON EJ NM	79.652.010	0,086
BICB4	BICBANCO	PN EJ N1	84.910.178	0,046
BVMF3	BMF BOVESPA	ON EJ NM	4.060.476.524	4,591
BBRK3	BR BROKERS	ON NM	155.282.484	0,049
BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	142.415.700	0,246
BBDC3	BRADESCO	ON N1	551.340.613	2,094
BBDC4	BRADESCO	PN N1	1.486.264.161	6,380
BRAP3	BRADESPAR	ON N1	33.287.721	0,117
BRAP4	BRADESPAR	PN N1	222.649.800	0,811
BISA3	BRASCAN RES	ON NM	201.434.360	0,095
BBAS3	BRASIL	ON EJ NM	1.103.282.494	3,078
BRTP3	BRASIL T PAR	ON EJ N1	52.186.009	0,584
BRTP4	BRASIL T PAR	PN EJ N1	221.564.701	0,733
BRTO3	BRASIL TELEC	ON EJ N1	2.277.116	0,024
BRTO4	BRASIL TELEC	PN EJ N1	172.354.796	0,447
AGRO3	BRASILAGRO	ON NM	89.203.400	0,117
BRKM3	BRASKEM	ON N1	71.770.777	0,076
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	237.271.812	0,250
CCIM3	CC DES IMOB	ON NM	69.459.832	0,032
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON NM	230.273.736	1,034
CLSC6	CELESC	PNB N2	34.077.286	0,226
CMIG3	CEMIG	ON N1	106.376.486	0,506
CMIG4	CEMIG	PN N1	279.165.537	1,685
CESP6	CESP	PNB N1	181.287.297	0,520
HGTX3	CIA HERING	ON NM	82.448.214	0,124
CNFB4	CONFAB	PN N1	184.515.935	0,131
CSMG3	COPASA	ON I08 NM	107.212.054	0,383
CPLE3	COPEL	ON N1	21.703.707	0,091
CPLE6	COPEL	PNB N1	100.930.473	0,460
CSAN3	COSAN	ON NM	197.875.076	0,423
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	265.558.696	1,521
CRDE3	CR2	ON EJ NM	50.846.914	0,032
CREM3	CREMER	ON NM	63.361.990	0,113
CZRS4	CRUZEIRO SUL	PN N1	36.348.448	0,035
CARD3	CSU CARDSYST	ON NM	36.614.244	0,016
CCPR3	CYRE COM-CCP	ON NM	75.710.638	0,087
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	421.748.628	0,737
DASA3	DASA	ON NM	107.522.308	0,459
DAYC4	DAYCOVAL	PN EJ N1	63.312.366	0,064

DROG3	DROGASIL	ON NM	66.924.144	0,127
DURA3	DURATEX	ON N1	2.299.948	0,006
DURA4	DURATEX	PN N1	63.422.617	0,173
ECOD3	ECODIESEL	ON NM	121.160.658	0,014
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	196.987.747	0,969
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	191.994.933	0,882
ELPL6	ELETROPAULO	PNB EJ N2	135.301.131	0,656
EMBR3	EMBRAER	ON NM	1.441.982.140	2,414
ENBR3	ENERGIAS BR	ON EJ NM	80.245.674	0,334
EQTL3	EQUATORIAL	ON EJ NM	91.509.610	0,174
ESTC3	ESTACIO PART	ON NM	39.541.850	0,094
ETER3	ETERNIT	ON NM	124.463.894	0,121
EVEN3	EVEN	ON NM	68.712.840	0,038
EZTC3	EZTEC	ON NM	80.547.330	0,036
FHER3	FER HERINGER	ON NM	40.933.132	0,028
FRAS4	FRAS-LE	PN N1	16.344.659	0,007
GFA3	GAFISA	ON NM	259.925.092	0,518
GSH3	GENERALSHOPP	ON NM	40.981.200	0,018
GGBR3	GERDAU	ON N1	97.147.851	0,222
GGBR4	GERDAU	PN N1	621.655.386	1,779
GOAU3	GERDAU MET	ON N1	44.409.536	0,152
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	262.582.352	1,005
GOLL4	GOL	PN N2	77.304.861	0,146
GRND3	GRENDENE	ON NM	50.000.006	0,121
ACGU3	GUARANI	ON NM	119.626.262	0,048
GVT3	GVT HOLDING	ON NM	176.726.688	0,852
HBOR3	HELBOR	ON NM	45.787.654	0,024
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	72.041.494	0,182
IDNT3	IDEIASNET	ON NM	208.479.794	0,095
IGTA3	IGUATEMI	ON NM	44.360.224	0,110
ROMI3	INDS ROMI	ON NM	85.926.118	0,124
IDVL4	INDUSVAL	PN N1	14.828.415	0,011
INPR3	INPAR S/A	ON NM	86.400.000	0,027
IVTT3	INVEST TUR	ON NM	1.890.000	0,178
MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	44.591.398	0,074
ITAU3	ITAUBANCO	ON EDJ N1	195.433.092	0,795
ITAU4	ITAUBANCO	PN EDJ N1	1.366.482.640	6,754
ITSA3	ITAUSA	ON EJ N1	581.806.699	1,248
ITSA4	ITAUSA	PN EJ N1	1.965.133.958	2,975
JBSS3	JBS	ON NM	1.381.142.350	1,294
JHSF3	JHSF PART	ON NM	158.991.000	0,050
KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	464.764.388	0,292
KSSA3	KLABINSEGALL	ON NM	64.305.400	0,029
KROT11	KROTON	UNT N2	18.414.375	0,044
LLIS3	LE LIS BLANC	ON NM	40.192.400	0,027
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	58.142.476	0,242
LLXL3	LLX LOG	ON NM	325.316.006	0,093
RENT3	LOCALIZA	ON EJ NM	196.588.000	0,265
LOGN3	LOG-IN	ON NM	114.272.028	0,110
LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	243.079.418	0,724
LPSB3	LOPES BRASIL	ON NM	49.626.832	0,062
LUPA3	LUPATECH	ON NM	66.973.182	0,298
MDIA3	M.DIASBRANCO	ON NM	46.576.256	0,175
MAGG3	MAGNESITA SA	ON NM	164.398.166	0,215
MGEL4	MANGELS INDL	PN N1	8.602.260	0,008
POMO3	MARCOPOLO	ON N2	44.512.350	0,025
POMO4	MARCOPOLO	PN N2	187.094.007	0,113
MRFG3	MARFRIG	ON NM	264.171.128	0,376
MARI3	MARISA	ON NM	99.767.202	0,061
MEDI3	MEDIAL SAUDE	ON NM	68.989.080	0,098

FRI03	METALFRIO	ON NM	49.105.044	0,067
BEEF3	MINERVA	ON NM	47.640.000	0,017
MMXM3	MMX MINER	ON NM	217.635.920	0,115
MPXE3	MPX ENERGIA	ON NM	3.288.500	0,087
MRVE3	MRV	ON NM	112.532.308	0,210
MULT3	MULTIPLAN	ON N2	55.440.352	0,130
NATU3	NATURA	ON NM	218.165.492	0,787
NETC4	NET	PN N2	293.526.640	0,741
BNCA3	NOSSA CAIXA	ON EJ NM	61.545.568	0,798
ODPV3	ODONTOPREV	ON EJ NM	42.273.706	0,185
OGXP3	OGX PETROLEO	ON NM	25.026.698	2,501
OHLB3	OHL BRASIL	ON NM	55.111.110	0,132
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	99.607.544	0,587
BPNM4	PANAMERICANO	PN N1	69.786.372	0,033
PRBC4	PARANA	PN EJ N1	37.126.671	0,018
PMAM3	PARANAPANEMA	ON N1	268.692.376	0,132
PDGR3	PDG REALT	ON EJ NM	162.797.280	0,345
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	263.261.934	1,488
PINE4	PINE	PN EDJ N1	22.654.792	0,014
PSSA3	PORTO SEGURO	ON EJ NM	198.976.416	0,476
PTBL3	PORTOBELLO	ON NM	207.325.536	0,041
POSI3	POSITIVO INF	ON NM	48.758.052	0,064
PFRM3	PROFARMA	ON NM	35.650.000	0,036
PRVI3	PROVIDENCIA	ON NM	48.848.200	0,031
RAPT3	RANDON PART	ON N1	11.663.325	0,013
RAPT4	RANDON PART	PN N1	80.277.196	0,096
RDCD3	REDECARD	ON EJ NM	492.326.182	2,404
RNAR3	RENAR	ON NM	39.413.220	0,019
RDNI3	RODOBENSIMOB	ON NM	45.684.600	0,068
RSID3	ROSSI RESID	ON NM	182.766.254	0,131
SBSP3	SABESP	ON NM	226.646.656	1,196
SDIA3	SADIA S/A	ON N1	107.602.988	0,089
SDIA4	SADIA S/A	PN N1	396.317.242	0,282
STBP11	SANTOS BRP	UNT ED N2	60.874.050	0,074
SCAR3	SAO CARLOS	ON NM	59.095.652	0,115
SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	80.448.100	0,140
SLED4	SARAIVA LIVR	PN N2	27.734.952	0,088
SATI3	SATIPEL	ON EJ NM	62.480.186	0,045
SEBB11	SEB	UNT N2	18.910.365	0,034
SLCE3	SLC AGRICOLA	ON NM	95.054.248	0,253
SFSA4	SOFISA	PN N2	55.979.502	0,038
SGPS3	SPRINGS	ON NM	50.044.552	0,035
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	52.596.567	0,160
SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA INT N1	145.969.419	0,335
TAMM4	TAM S/A	PN N2	113.248.248	0,411
TCSA3	TECNISA	ON NM	104.285.458	0,067
TGMA3	TEGMA	ON NM	45.543.508	0,039
TEMP3	TEMPO PART	ON NM	154.919.250	0,078
TEND3	TENDA	ON NM	151.774.458	0,033
TRNA11	TERNA PART	UNT N2	44.965.860	0,188
TOTS3	TOTVS	ON EJ NM	46.475.014	0,327
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM	407.837.672	1,438
TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	86.725.072	0,692
TRIS3	TRISUL	ON NM	50.241.700	0,024
TPIS3	TRIUNFO PART	ON NM	106.592.806	0,020
UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	83.771.901	0,809
UBBR3	UNIBANCO	ON EDJ N1	43.752.366	0,145
UBBR4	UNIBANCO	PN EDJ N1	54.267.756	0,082
UBBR11	UNIBANCO	UNT EDJ N1	1.040.877.777	2,927
UNIP3	UNIPAR	ON N1	85.296.024	0,016

UNIP6	UNIPAR	PNB N1	482.131.460	0,060
UOLL4	UOL	PN N2	55.115.578	0,076
USIM3	USIMINAS	ON EJ N1	90.041.064	0,442
USIM5	USIMINAS	PNA EJ N1	239.770.799	1,208
VCPA4	V C P	PN N1	95.655.267	0,326
VALE3	VALE R DOCE	ON N1	1.265.096.129	6,656
VALE5	VALE R DOCE	PNA N1	1.994.692.889	9,055
VGOR4	VIGOR	PN N1	41.872.573	0,045
WEGE3	WEG	ON NM	387.615.148	0,921
<b>Quantidade Teórica Total</b>			<b>39.149.623.277</b>	<b>100,000</b>
<b>Redutor</b>			<b>142.350.265,091867</b>	

**Tabela 2– Carteira Teórica do IGC para o Quadrimestre Jan./Abr.2009**

Fonte: BOVESPA

Anexo 2 – Evolução do valor de mercado das companhias

						Data	Valor Mercado da	Valor Mercado da	Valor Mercado da	Valor Mercado da	Valor Mercado da	Crescimento
						Último	empresa 30/12/94	empresa 30/12/99	empresa 30/12/05	empresa 30/12/08	empresa 09/03/09	Percentual
						Negócio	em moeda origem	em moeda origem	em moeda origem	em moeda origem	em moeda origem	médio ao
Nº	N 1	N 2	NM	Empresa	Classe	Bolsa	milhares	milhares	milhares	milhares	milhares	ano
100	n0			Alfa Consorç	ON	Bovespa	85563	142893	241861	370719	314804	9,57
99	n0			Alfa Holding	ON	Bovespa	91425	137425	187035	393836	293951	8,54
98	n0			Ambev	PN	Bovespa	1861949	7871189	53855429	56511385	53481985	26,57
97	n0			Ampla Energ	ON	Bovespa	201250	851294	2157384	3059562	2981112	20,82
96	n0			Bahema	PN	Bovespa	23666	14245	119862	402762	502110	23,91
95	n0			Bardella	PN	Bovespa	376000	109120	67880	214384	239984	(3,10)
94	n0			Besc	PNB	Bovespa	41615	60321	661892	312333	483975	18,79
93	n0			Bombril	PN	Bovespa	208460	553447	300433	224370	194093	(0,50)
92	n0			Botucatu Tex	PN	Bovespa	11270	3555	3301	4317	6856	(3,43)
91	n0			Brasmotor	PN	Bovespa	1032765	673462	386700	1612525	1527079	2,78
90	n0			Cacique	PN	Bovespa	14470	36590	147193	124740	130977	16,72
89	n0			Coteminas	PN	Bovespa	581806	550552	1193790	426273	406294	(2,49)
88	n0			Dixie Toga	PN	Bovespa	83533	218973	360001	411611	411611	11,84
87	n0			Elekeiroz	PN	Bovespa	75971	107417	797958	489914	377820	11,91
86	n0			Estrela	PN	Bovespa	34759	11479	6359	28454	6143	(11,45)
85	n0			Eucatex	PN	Bovespa	200397	260020	87346	268056	216271	0,54
84	n0			Ferbasa	PN	Bovespa	36414	66758	313394	596775	570832	21,30
83	n0			Forjas Taurus	PN	Bovespa	51948	48485	140837	363071	347172	14,26
82	n0			Fosfertil	PN	Bovespa	665676	1075185	2878372	4747147	5779874	16,38
81	n0			Gradiente	ON	Bovespa	141817	114390	126060	34139	38140	(8,80)
80	n0			Graziotin	PN	Bovespa	17388	22368	72322	129267	133337	15,37
79	n0			Guararapes	PN	Bovespa	231013	352763	4082208	1045200	967200	10,57
78	n0			Iguacu Cafe	ON	Bovespa	30658	68298	144620	191653	203371	14,20
77	n0			Inepar	PN	Bovespa	101595	396750	50449	110495	97650	(0,28)
76	n0			Itautec	ON	Bovespa	167487	1622909	513302	349530	332054	4,92
75	n0			J B Duarte	PN	Bovespa	18131	705	5232	9509	9509	(4,43)
74	n0			Karsten	PN	Bovespa	69479	38766	47540	108821	86436	1,54
73	n0			Lix da Cunha	PN	Bovespa	28784	3232	13867	35037	37080	1,79
72	n0			Marisol	PN	Bovespa	98883	146131	291860	130215	179606	4,28
71	n0			Metal Leve	PN	Bovespa	182925	280959	1105444	502491	399252	5,63
70	n0			Metisa	PN	Bovespa	5956	15954	114990	190407	195192	27,90
69	n0			Millennium	PNB	Bovespa	33222	83945	290161	110861	79519	6,32
68	n0			Minurap	ON	Bovespa	24710	6182	1256	147315	108192	10,92
67	n0			Mont Aranha	ON	Bovespa	231773	125849	456234	1013727	729792	8,38
66	n0			Mundial	PN	Bovespa	14396	850	79773	54037	61147	10,68
65	n0			Nord Brasil	PN	Bovespa	53721	267066	1018648	3334625	3257591	33,38
64	n0			Petrobras	PN	Bovespa	8957354	46153875	171390637	223990959	255375767	26,50
63	n0			Pettenati	PN	Bovespa	63455	20351	22748	116075	80358	1,67
62	n0			Piasecar Part	ON	Bovespa	124466	86453	86453	233002	154780	1,54
61	n0			Pro Metalurg	PNB	Bovespa	34300	11586	14482	10137	12310	(6,94)
60	n0			Recrusul	PN	Bovespa	41600	10727	1304	67645	35796	(1,05)
59	n0			Sansuy	PNA	Bovespa	17748	7620	12732	16976	15433	(0,98)
58	n0			Savarg	PN	Bovespa	173197	167825	97898	57617	68384	(6,31)
57	n0			Schlosser	PN	Bovespa	7200	4800	2016	1930	1536	(10,27)
56	n0			Sid Nacional	ON	Bovespa	2193237	5021048	13300879	22314630	23622729	18,15
55	n0			Souza Cruz	ON	Bovespa	2139830	4084018	8865010	13480929	14752599	14,51
54	n0			Sultepa	PN	Bovespa	12600	23159	7379	44050	44604	9,28
53	n0			Tecel S Jose	PN	Bovespa	17820	12552	3749	4624	3749	(10,36)
52	n0			Tectoy	PN	Bovespa	52800	7090	17701	33592	31181	(3,63)
51	n0			Teka	PN	Bovespa	92063	24934	29921	15088	14577	(12,13)
50	n0			Telemar N L	PNA	Bovespa	1233166	2577815	16911458	13498358	11455849	16,93
49	n0			Telesp	PN	Bovespa	6396074	18069732	21496750	216653408	19925106	8,30
48	n0			Tex Renaux	PN	Bovespa	20437	48599	4853	853	81924	10,23
47	n0			Trafo	PN	Bovespa	19029	17079	38388	85340	91078	11,61
46	n0			Tupy	PN	Bovespa	48560	170870	213536	627958	687438	20,44
45	n0			Wetzel S/A	PN	Bovespa	2129	3773	26703	68326	56595	25,88
44	n0			Whirlpool	PN	Bovespa	2361186	1147583	814674	4332947	3396478	2,58
43	n0			Wim Ind Com	PN	Bovespa	38657	22988	159058	213686	178792	11,35
42	n0			Yara Brasil	PN	Bovespa	35000	7143	324267	2043329	1750549	31,59
41	n0			Alfa Invest	PN	Bovespa	115739	250934	456473	564371	573533	11,89
40	n0			Lojas Americ	PN	Bovespa	1061868	456620	5120022	4309350	3846339	9,45
39	27	n1		Alpargatas	PN	Bovespa	329554	210247	1323235	737234	835790	6,75
38	26	n1		Aracruz	ON	Bovespa	1744071	3563066	8765634	3287589	7181903	10,44
37	25	n1		Banrisul	PNB	Bovespa	46178	382016	1314011	2639972	2566367	32,57
36	24	n1		Brasil Telecom	PN	Bovespa	913566	1853166	7302768	17915934	18229714	23,38
35	23	n1		Braskem	PNB	Bovespa	1319671	953275	6410681	2820657	2448878	4,43
34	22	n1		Cemig	PN	Bovespa	2804132	5325502	14334933	14330025	14165889	12,04
33	21	n1		Cesp	PNB	Bovespa	3520008	917681	1239022	4458345	4196097	1,24
32	20	n1		Confab	PN	Bovespa	173466	189728	1132334	1375710	1437604	16,00
31	19	n1		Copel	PNB	Bovespa	2176844	3989728	4481774	6277667	5639748	6,91
30	18	n1		Duratex	PN	Bovespa	486545	448476	1579274	1782490	1529424	8,37
29	17	n1		Elektrobras	PNB	Bovespa	16028653	21541540	21640780	28927983	27538487	3,87
28	16	n1		Fras-Le	PN	Bovespa	28072	75079	423175	158349	154241	12,70
27	15	n1		Gerdau	PN	Bovespa	206258	2428436	15885853	19901521	14921623	35,05
26	14	n1		Gerdau Met	PN	Bovespa	178203	817826	5917965	7890875	5863036	27,78
25	13	n1		Itaubanco	PN	Bovespa	2632045	17832017	57075105	97638273	83526011	27,46
24	12	n1		Itausa	PN	Bovespa	1536217	5641315	23827060	36041170	31213452	23,53
23	11	n1		Klabim S/A	PN	Bovespa	898960	1121028	3729178	3526487	3059837	8,98
22	10	n1		Mangels Indl	PN	Bovespa	46657	31320	77977	87629	78866	3,75
21	9	n1		Parapanema	PN	Bovespa	275379	489721	1069019	812747	778433	7,56
20	8	n1		Randon Part	PN	Bovespa	261718	64527	1127835	978946	828584	8,42
19	7	n1		Sadia S/A	PN	Bovespa	744959	1119621	4346813	2674946	2262677	8,11
18	6	n1		Suzano Papel	PNA	Bovespa	1308370	1226660	3343717	3707822	2855237	5,63
17	5	n1		Unibanco	PN	Bovespa	805496	7378957	21634280	36689188	32092351	29,51
16	4	n1		Unipar	PNB	Bovespa	205241	275332	1281661	690838	633504	8,23
15	3	n1		Usiminas	PNA	Bovespa	2896351	1703778	11456713	12921845	11166826	9,93
14	2	n1		V C P	PN	Bovespa	345406	3086365	5525428	3610403	3669951	18,04
13	1	n1		Vale R Doce	PNA	Bovespa	11289202	17245138	105085402	138261062	146856623	19,73
12		n2		Celesc	PNB	Bovespa	486873	604957	1014491	1549532	1417457	7,79
11		n2		Marcopolo	PN	Bovespa	308994	162116	621116	694132	634201	5,18
10		nm		Brasil	ON	Bovespa	1627188	6746897	33732981	37657956	34526636	23,91
9		nm		Cia Hering	ON	Bovespa	154946	218752	91504	428180	323562	5,30
8		nm		Embraer	ON	Bovespa	631424	4128088	15365451	6375489	4218967	14,26
7		nm		Eternit	ON	Bovespa	264841	248114	220427	366750	356702	11,11
6		nm		Inds Romi	ON	Bovespa	108987	39151	482066	597041	487372	2,108
5		nm		Iochp-Maxion	ON	Bovespa	488575	169430	900471	415030	493293	0,07
4		nm		Light S/A	ON	Bovespa	3179599	2768709	2050639	4457992	5112620	3,39
3		nm		Lojas Renner	ON	Bovespa	60118	91191	1821657	1905417	1696473	26,41
2		nm		Perdigao S/A	ON	Bovespa	247400	779337	3277883	6142131	5442003	24,22
1		nm		Weg	ON	Bovespa	374757	704789	4693965	7720334	6423318	22,07

Tabela 3 - Evolução do Valor de Mercado das Companhias

Fonte: Elaborado com dados do Economática

