

## UM ESTUDO DO IMPACTO DOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE OS PREÇOS DOS ATIVOS

PAULA MEYER SOARES PASSANEZI, EDSON MACEDO COSTA  
JOSE VICENTE TEIXEIRA ROCHA JUNIOR, WAGNER OLIVEIRA MONTEIRO

UNINOVE, Gerenciais, ppassanezi@uninove.br  
UNINOVE/ Gerenciais, edson\_macedo@terra.com.br  
UNINOVE/Gerenciais, jvtr@yahoo.com.br  
UNINOVE/ Gerenciais, wagnerom@hotmail.com (orientador)

### Resumo:

Em um ambiente de insuficiência de informação, o papel da governança corporativa vem a debate. Este trabalho procurou-se estimar as diferenciadas formas de governança corporativa analisando uma amostra de companhias que estejam no mesmo setor produtivo, porém com níveis de governança corporativa diferenciados segundo critério da BM&FBOVESPA causaria uma maior ou menor valorização do ativo no período de 01/07/2008 à 30/06/2009, onde a economia passava uma seria crise no setor financeiro. Para uma análise econométrica utilizaremos o método de administração financeira o modelo CAPM de precificação de ativos para calcular o coeficiente  $\beta$  e o retorno esperado do ativo (Kj).

**Palavras Chave:** Governança Corporativa, Níveis de Governança Corporativa, Modelo CAPM, IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

**Área de concentração:** Ciências Sociais Aplicadas.

### Introdução.

O propósito deste trabalho é discutir o desempenho das companhias em função de suas práticas de governança corporativa, observando principalmente a variação de preço de seu ativo negociado no mercado acionário em tempos de crise, haja vista que o investidor é avesso ao risco, portanto deverá alocar seu capital em companhias com o menor risco possível.

Estudos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o IBGC, têm revelado os aspectos de como as práticas de governança corporativa tem beneficiado companhias com um segmento diferenciado neste âmbito no mercado acionário onde cada vez mais empresas têm migrado para o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo que proporciona para as empresas uma melhor precificação de suas ações e, conseqüentemente, menor custo de captação. Já para os investidores um grau de transparência maior e garantia de bom tratamento aos acionistas minoritários.

A questão da transparência das informações entre acionistas e investidores é discutida pela Teoria da Agencia a qual assume que estas são assimétricas ou seja não são visualizadas de modo completo tanto pelos acionistas quanto pelos investidores. Essa nebulosidade de visualização de informações pode gerar conflitos e consequencias ao desempenho da empresa. (ZIM e TERRA, Roque Alberto e Renato Soares (2008, p. 183)

### Metodologia

A investigação proposta teve como base a utilização de referencial teórico que disorre sobre governanca corporativa e risco e precificacao de ativos.

### Discussão

Segundo IBGC (2003) Governança corporativa é uma integração administrativa que visa oferecer tratamento de igualdade entre dos acionistas minoritários para com os majoritários, onde e dado peso igual nas decisões de voto.

(IBGC- Instituto Brasileiro Governança Corporativa).

O despertar da governança corporativa acontece na metade dos anos 80 e com maior relevância na década de 90 causada pelos conflitos de agência, onde o oportunismo dos gestores à ausência de acionista e em alguns casos o oportunismo de sócios majoritários com os direitos dos sócios minoritários levaram as companhias a adotarem melhores práticas de governança corporativa.

As razões fundamentais para o despertar da governança corporativa foi o conflito e inadequações internas da companhias envolvendo o relacionamento acionista e corporações onde houve a separação da propriedade e a gestão a formação dos conselhos de administração onde os conflitos de interesses estão presentes e a atuação da direção executiva, conflitos de agência manipulação contábil onde os resultados eram forjados LEAL e BORTOLON (2008), Na década de 1990, os escândalos em empresas como Enron e WorldCom nos Estados Unidos motivou a discussão, regulamentação e adoção de práticas de governança corporativa que dessem maiores transparência às decisões executivas e maior segurança aos acionistas. Daí em diante procurou adotar práticas que andam junto com os processos estabelecendo para cada órgão as mais adequadas formas para se conduzir os negócios e a gestão dos conflitos de agências.

Para o IBGC (2003), “As boas práticas de governança corporativa tem a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade.” Sendo assim destacaremos os valores que lhe dão sustentação para implementação das práticas da alta gestão.

Equidade no tratamento dos acionistas, respeito aos direitos dos minoritários em relação as participação nos resultados, aumento do capital e principalmente nas assembleias gerais proporcionando ao acionista uma maior transparência das informações principalmente das que envolvam os resultados e risco. Prestação de conta e de suma importância para a demonstração dos resultados contábeis e o cumprimento das normas de regulação presente nos estatutos sociais das companhias e nas instituições legais do país.

### 1.2. Níveis de Governança Corporativa.

BM&FBOVESPA (2006), no ano 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo criou níveis diferenciados de governança corporativa e o novo mercado a fim de proporcionar os investidores e ao mesmo tempo as companhias um ambiente de negociações que busque a valorização da

companhia. Os níveis 1 e 2 são para empresas já lista na Bovespa já o Novo Mercado e voltado para companhias que venha abrir seu capital a integração em um desses níveis depende do grau de compromisso da companhia que é firmado em contrato com a Bovespa.

#### Nível 1

Para uma empresa entrar nesse nível ela se compromete a sempre melhorar prestação de informação ao mercado e tem como obrigação um conjunto de cinco regras:

1. Prestação de informação trimestral;
2. Demonstração do exercício social e financeiro padronizados;
3. Realização de reuniões pública ao menos uma vez por ano;
4. Divulgação do calendário anual com datas de assembleias e divulgação de resultados;
5. Divulgações mensais dos negócios ocorridos no mercado por parte de seus controladores.

#### Nível 2

Empresas deste nível se comprometem a cumprir as regras do Nível 1 com mais amplitude nas praticas de governança referente aos direitos dos acionistas minoritários e mais seis obrigações:

1. Demonstrações financeiras divulgadas de acordo com padrões internacionais;
2. Conselho de administração com cinco membros no mínimo sendo que 20% sejam conselheiros independentes com mandato de dois anos;
3. Direito de voto para ações preferenciais em casos de transformações, incorporações, fusões ou cisões da companhia quando decididos em assembleia geral;
4. No caso da venda do controle da companhia estendem-se para todos os acionistas que possuam ações ordinárias as mesmas condições obtidas pelos controladores e 80% do valor para acionistas preferências;
5. No caso de fechamento de capital ou cancelamento do registro neste nível deveser efetuada a oferta publica de compra de compras de todas as ações em circulação pelo valor de mercado;
6. No caso de conflitos societários adesão na Câmara de arbitragem do Mercado.

#### Novo Mercado

Para uma empresa ser lista no Novo Mercado necessita de uma distribuição pública mínima de dez milhões de reais e como obrigatoriedade fazer parte de um conjunto de

regras que no total são 6:

1. Regras Societárias: onde a empresa deve ter e emitir única e exclusivamente ações ordinárias, dando a todos os acionistas direito ao voto;
2. Em caso de venda do controle acionário o comprador estenderá a oferta de compra para todos os acionistas;
3. Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador fará oferta pública de aquisição das ações em circulação;
4. Divulgação de informações da empresa trimestrais seguindo um padrão internacional com exigências de consolidações contábeis e de revisão especial de auditoria;
5. Informar negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
6. A companhia deverá realizar ao menos uma vez ao ano reuniões públicas para analistas e interessados a fim de divulgar informações referentes ao plano econômico financeiro, projetos e perspectiva da companhia.

Segundo SILVEIRA (2002), A questão é descobrir se existe uma estrutura de governança corporativa “melhor” ou “ideal”. Vários códigos de governança foram elaborados com este intuito no Brasil destacam-se dois IBGC e CVM.

### Resultados

Como referência para esta investigação, destaca-se o trabalho de CARDOSO, CARVALHO e ALMEIDA (2009), Em ambientes instáveis por efeito de crises e escândalos, a governança corporativa, aliada a contabilidade, contribui para viabilizar a consecução de transações entre agentes nos mercado financeiros e de capitais. Dessa forma, o alinhamento entre a estrutura de governança e a contabilidade passa a ser fundamental para mercado de capitais, (...). Assim, a transparência nas demonstrações contábeis passaria a ser favorável para os agentes econômicos que dependem de tais informações.

LEAL e BORTOLON (2009). Tais autores procuraram analisar se diferenciadas práticas de governança corporativa utilizando amostras das empresas mais liquidadas segundo avaliação dos pesquisadores Andre Carvalhal e Ricardo Leal na elaboração do IPGC (índice de governança corporativa utilizado pelo IBGC em suas premiações), teriam um melhor desempenho no mercado de ações.

LEAL e BORTOLON (2009) evidenciaram

que as carteiras mais bem pontuadas no IPGC, segundo os critérios de transparência e da presença de membros externos no conselho apresentaram maiores retornos em grande parte do período observado. Porém o período analisado de 1/07/2008 a 06/07/2009, não foram apresentadas maiores retornos ou menores riscos para carteira onde contém empresas com melhores praticas de governança corporativa.

Já LAMEIRA e NESS (2009) procurou analisar as relações entre governança, risco e desempenho no mercado de capitais brasileiro. Em relação à governança foi utilizado um índice composto de 20 perguntas de respostas binárias para estimar a qualidade da governança praticada. Para analisar o desempenho foram utilizados o resultado operacional líquido sobre as vendas, indicadores de valor de mercado, retorno dos ativos operacionais e retorno sobre o capital próprio e por fim o risco utilizando o beta local obtido do uso do S&P 500, a volatilidade das ações e o custo implícito do capital como indicadores. Confirmaram-se as hipóteses de que melhores níveis de governança estão associados a melhores desempenhos das empresas e memores riscos.

LAMEIRA e NESS (2009), Assim, confirma-se a eficiência que investidores e demais instituições de mercado financeiro tiveram ao longo dos últimos anos de promover diferenciação entre as empresas com melhores práticas de governança, associado-as a menores custos e características de menor risco no dia a dia da negociação de suas ações no mercado. Desse modo, entende-se que empresas com melhor qualidade de governança estão associadas a menores retornos excedentes, pois possuem menores riscos. Por outro lado, empresas com maiores riscos necessitam de retornos maiores sobre o capital para compensar esse perfil de maior risco. A associação entre maiores risco e maiores retorno é premissa do modelo CAPM de precificação de ativos que será a ferramenta para nossos testes.

O modelo CAPM fornece um mecanismo que possibilita aos investidores avaliar os impactos do investimento proposto num título sobre o risco e retorno da carteira como um todo. Como todo modelo financeiro, são definidas algumas hipóteses para sua validação, citando, entre as mais importantes:

- Ausência de custos de transação, levando a que os impostos e taxas inexistam.
- Para qualquer nível de risco, os investidores preferem maiores a menores taxas de retorno.
- Os investidores estimam o risco em função da variabilidade das taxas de

retorno estimado.

- Existência de um ativo livre de risco, onde os investidores podem emprestar e tomar emprestado a uma única taxa, visando chegar a alocações ótimas.

Sendo assim, para efetuar esses cálculos utilizaremos o IBOVESPA e faremos uma comparação com duas ações do mesmo segmento, porém uma com nível máximo de Governança Corporativa listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA. As ações que utilizaremos serão:

Segmentos	NOVO MERCADO	OUTROS
(BBAS3) e (BBDC4)	BANCO DO BRASIL	BRADESCO
(CPFE3) e (ELPL6)	CPFL ENERGIA	ELETRO PAULO
(OGXP3) e (PETR4)	OGX PETROLEO	PETROBRAS
(MMXM3) e (VALE4)	MMX MINÉRIO	VALE DO RIO DOCE

Utilizando o coeficiente –  $\beta$  para calcular o grau de movimentação do retorno de um ativo em relação a mudança de mercado podemos ainda interpretar o índice BETA da seguinte maneira:

### Coeficiente Beta e suas Interpretações :

Formula utilizada:

$$\text{Coeficiente Beta } (\beta) = \frac{\text{COV}_{x,m}}{\text{VAR}_m}$$

BETA	INTERPRETAÇÃO
2.0	Duas vezes com maior reação ou risco que o mercado
1.0	Mesma reação ou risco que mercado
0.5	Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
0.0	Não afetado pelo movimento do mercado
-0.5	Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
-1.0	Mesma reação ou risco que mercado
-2.0	Duas vezes com maior reação ou risco que o mercado

Conhecendo as características do risco de uma ação é possível estimar seu preço justo, sabendo assim, se o título é ou não uma boa opção de compra.

O período analisado foi durante a crise financeira que vai de 01/07/2008 a 30/06/2009, os retornos são mensais tanto nas ações quanto para o IBOVESPA.

Após analisar quatro diferentes mercados verificou-se que no setor bancário o resultado obtido foi: BBAS3 =  $\beta$  1,03 e BBDC4 =  $\beta$  0,58, para o setor de mineração: MMxM3 =  $\beta$  2,32 e VALE4 =  $\beta$  0,81, para o setor petrolífero: OGXP3 =  $\beta$  1,72 e PETR4 =  $\beta$  1,09 e para o setor de energia elétrica: CPFE3 =  $\beta$  0,15 e ELPL6 =  $\beta$  0,07. Assim sendo, num cenário de crise financeira o resultado obtido em todos os mercados no período avaliado mostra que maiores índices de governança não significam menores riscos.

Se utilizarmos a formula de retorno esperado de ação  $K_j = R_F + [\beta_j \times (K_m - R_F)]$ , sendo:

$R_F$  = Título de baixo risco (Títulos do Tesouro Nacional);

$\beta_j$  = Indicador de risco;

$K_m$  = Retorno esperado do mercado (IBOVESPA);

$K_j$  = Retorno esperado da ação.

Temos que será constatado que quanto Maior o BETA maior será a reação ou risco de mercado.

### Considerações Finais

As evidências obtidas da aplicação dos métodos estatísticos para pesquisa entre as companhias com níveis máximos de governança corporativa, proporcionaram em todas as análises, só lembramos que as companhias foram escolhidas de forma aleatória tendo apenas como critério os níveis de governança corporativa listada na BM&FBOVESPA, as companhias listadas no Novo Mercado apresentaram em todas as análises um  $\beta$  maior em correlação ao índice de mercado sendo comparada com uma companhia do mesmo setor. Os resultados ratificam a relação entre maiores níveis de governança corporativa e menores risco.

### Referências Bibliográficas

IBGC Códigos da Melhores Práticas de Governança Corporativa, 2003

IBGC Revisão Códigos da Melhores Práticas de Governança Corporativa, 2009

BM&FBOVESPA, Regulamento de listagem do Novo Mercado, 2006

LEAL, Ricardo P. Câmara e BORTOLON, Patrícia Maria; A governança corporativa das empresas brasileiras e a crise financeira de 2008.

ZIM, Roque Alberto e TERRA, Renato Soares, Governança Corporativa em tempos de crise, texto: A política de gestão de risco e o conflito de agência, 2009

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil, 2002

LAMEIRA, Valdir de Jesus e NESS, Walter Lee; As relações entre governança, risco e desempenho no mercado de capitais brasileiro, 2009

CARDOSO, Ricardo Lopes, CARVALHO, L. Nelson e ALMEIDA, José Elias Feres de; Qualidade da informação contábil, crise e governanças corporativa, 2009

GITMAN, Laurence - Princípios de Administração Financeira. Mc Books, São Paulo, 1997.