



Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008

Corporate governance and volatility of stocks traded on Bovespa in the financial crisis of 2008

Silvio Matucheski^[a], Ademir Clemente^[b], Jackson Ciro Sandrini^[c]

^[a] Professor do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, UFPR, Curitiba, PR - Brasil, e-mail: smatu@bol.com.br

^[b] Professor do Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, UFPR, Curitiba, PR - Brasil, e-mail: ademir@ufpr.br

^[c] Professor do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, UFPR, Curitiba, PR - Brasil, e-mail: jcsandrini@ufpr.br

Resumo

O objetivo deste artigo é investigar se a governança corporativa constitui força redutora da volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como o observado na crise financeira de 2008. Com base nas ações negociadas na Bovespa, foram utilizadas cotações diárias, de todas as ações negociadas no mercado à vista, que apresentaram preço de fechamento em todos os pregões realizados no último quadrimestre de 2008, resultando em 14.952 observações. As variações de preços foram analisadas sob duas perspectivas: considerando a variação diária dos preços em termos relativos e avaliando a variação diária dos preços em relação ao risco de mercado, representado pelo Ibovespa. Os resultados sugerem fortemente que a governança corporativa consegue reduzir a volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza, principalmente quando considerado o risco de mercado. A análise comparativa das distribuições das variações permitiu observar que as ações das empresas que aderiram aos segmentos de governança corporativa da Bovespa apresentaram mais claramente o padrão gaussiano de distribuição do que as ações das empresas que não aderiram. Entretanto, a qualidade da governança corporativa das empresas, representada pelo segmento em que as ações são negociadas, não consegue diferenciar significativamente a redução da volatilidade dos preços das ações.

Palavras-chave: Governança corporativa. Crise financeira de 2008. Risco. Volatilidade.

Abstract

This article is based on shares traded on Bovespa and is aimed at investigating whether corporate governance constitutes a reducing strength of the volatility of shares in periods of high uncertainty, as noted in the financial crisis of 2008. We used daily prices of all stocks traded in cash market that showed closing price in all trading sessions in the last quarter of 2008, resulting in 14,952 observations. The price changes were analyzed from two perspectives: considering the daily variation of prices in relative terms and analyzing the daily variation of prices in relation to market risk, represented by Ibovespa. The results strongly suggest that corporate governance can reduce volatility of stock prices during periods of high uncertainty, especially when considering the market risk. Comparative analysis of the distributions of observed variations allowed observing that shares of companies adhering to corporate governance segments of Bovespa showed more clearly the standard Gaussian distribution than those of companies that have not joined. However, quality of corporate governance of companies, represented by the specific segment in which shares are traded, failed to significantly differentiate the reduction in volatility of stock prices.

Keywords: *Corporate governance. Financial crisis of 2008. Risk. Volatility.*

Introdução

A governança corporativa tem sido ampla e internacionalmente divulgada, sobretudo no mercado de capitais. No Brasil, podem ser encontrados trabalhos recentes enfocando o tema, desde artigos publicados em jornais e revistas até teses de doutorado, como Silveira (2004) e Lameira (2007).

O mundo enfrentou recentemente uma das maiores crises de crédito da história, com reflexos significativos nas bolsas de valores, aumentando demasiadamente a volatilidade das ações. No caso brasileiro, o mercado geralmente reage muito rápida e fortemente a notícias de impacto, por isso apresentou reflexos imediatos e ampliados, ocasionando aguda volatilidade no preço das ações.

Alguns estudos, como Carvalho (2003), Quental (2007) e Almeida (2007), apresentaram evidências de que a volatilidade das ações brasileiras pode apresentar redução quando as empresas adotam práticas de governança corporativa, embora os resultados encontrados por Silveira (2004) tenham indicado que a qualidade da governança corporativa não exerce influência significativa e consistente sobre o desempenho das empresas.

Almeida (2007) encontrou indícios de que a governança corporativa consegue reduzir o risco idiossincrático e a volatilidade das ações e que para algumas o efeito é ainda maior sob choques negativos.

As incertezas e o nervosismo dos investidores fizeram com que o último quadrimestre de 2008 ficasse marcado como um período de extrema volatilidade, desencadeada pelo colapso do Lehman Brothers, o quarto maior banco de investimentos norte-americano, em 15 de setembro, resultando na maior desvalorização percentual diária do Ibovespa desde 11 de setembro de 2001.¹

A turbulência enfrentada naquele período, alternando momentos de elevada valorização com outros de perdas significativas, pode ser facilmente verificada no Gráfico 1, que apresenta a variação percentual diária do Ibovespa para os últimos cinco anos.

Nesse contexto, define-se o seguinte problema de pesquisa: a governança corporativa representou fator de redução de risco no mercado brasileiro de ações durante a crise financeira de 2008?

O objetivo deste artigo, portanto, é investigar se a governança corporativa consegue reduzir a volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como o observado no último quadrimestre de 2008, tomando como base as ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Busca-se, com este estudo, contribuir para o conhecimento da relação entre a governança corporativa e a volatilidade das ações em períodos marcados por elevado grau de incerteza. Se a governança corporativa mostrar-se como redutora da volatilidade

¹ Ibovespa é o mais importante indicador do mercado brasileiro de ações, com série histórica desde 1968.

das ações, os resultados poderão encorajar os investidores institucionais e os que apresentam elevada aversão ao risco a privilegiarem as ações de empresas que praticam governança corporativa.

Este artigo compreende, além desta introdução, quatro outras seções: fundamentação teórico-empírica, metodologia, análise dos resultados e considerações finais.

Fundamentação teórico-empírica

A fundamentação teórico-empírica está subdividida em duas partes: a primeira trata da relação entre governança corporativa e mercado de ações; e a segunda, da eficiência do mercado brasileiro de ações.

Governança corporativa e mercado de ações

Até os anos 30 do século passado, prevalecia uma concepção teórica extremamente simples da empresa e do mercado. Supunha-se que as empresas teriam somente um proprietário, atuando como

gestor, de forma racional, e visando a maximizar o lucro no longo prazo. O mercado, por sua vez, era considerado eficiente e perfeito, sem custos de transação, de tal forma que somente os custos de produção eram tidos como relevantes.

Ao constatar elevado grau de dispersão das ações das empresas norte-americanas, Berle e Mens (1932) identificaram o aparecimento de uma nova configuração de corporação, o que proporcionaria uma visão de firma oposta à neoclássica, e previram o surgimento de potencial conflito de interesses.

A partir de então, os trabalhos de Coase, Commons, Knight, Barnard e Hayek (apud FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997, p. 33-35; FIANI, 2002, p. 267) lançaram as bases para a formação de uma nova linha de pensamento, denominada Nova Economia Institucional – NEI. A mais importante contribuição ao desenvolvimento da NEI foi, sem dúvida, o artigo original intitulado “*The nature of the firm*”, publicado por Coase em 1937, que abriu caminho para explicar a gênese da firma, até então vista simplesmente como uma entidade transformadora de bens e serviços em outros bens e serviços, com base em determinado padrão tecnológico: fundamentalmente como uma função de produção.

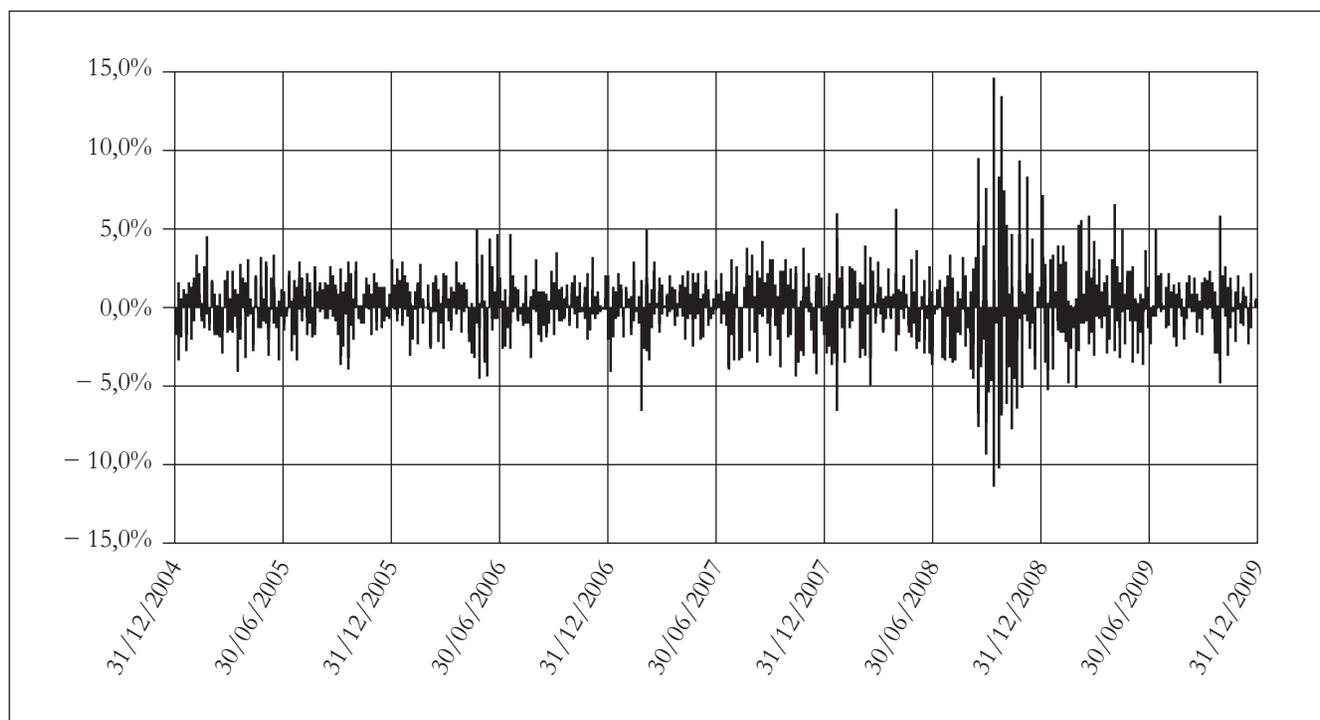


Gráfico 1 - Variação percentual diária do Ibovespa no período de 30/12/2004 a 31/12/2009

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com Williamson (1985, p. 26 apud ZYLBERSZTAJN, 1995, p. 136), “a maior parte do que se classifica como Nova Economia Institucional situa-se na vertente de estudo da eficiência das relações contratuais. Tal vertente distingue os enfoques que enfatizam os incentivos e aqueles que focalizam os custos de transação”.

A Economia dos Custos de Transação – ECT, de acordo com Williamson (1985, apud LANZANA, 2004, p. 8), conceitua a firma como um nexo de contratos e estuda os custos *ex-ante* e *ex-post* das transações originadas por esses contratos, tendo como pressupostos fundamentais (comportamentais) a racionalidade limitada e o oportunismo.

De acordo com Fiani (2002, p. 269), a Teoria dos Custos de Transação rejeita a hipótese de simetria das informações, considerada pela teoria clássica, e “elabora um conjunto de hipóteses que tornam os custos de transação significativos: racionalidade limitada, complexidade e incerteza, oportunismo e especificidade de ativos”.

A racionalidade limitada, a complexidade e a incerteza têm como consequência assimetrias de informação e condições propícias para iniciativas oportunistas. Na teoria dos custos de transação, o conceito de oportunismo está “essencialmente associado à manipulação de assimetrias informacionais, visando apropriação de fluxos de lucros”, e não na “habilidade por parte de um agente de identificar e explorar as possibilidades de ganho oferecidas pelo ambiente” (FIANI, 2002, p. 270).

A ECT gerou uma série de teorias – complementares entre si – genericamente denominadas de Teoria dos Contratos, entre as quais se destaca a Teoria de Agência, que abrange a assimetria das informações e os conflitos de interesse. Assim, a Teoria de Agência, formalizada por Jensen e Meckling em 1976, interessada em analisar aspectos internos relacionados à firma, considera que a informação não é completa e que há custos para obtê-la, constituindo parte destacada da ECT.

Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência como um contrato segundo o qual uma ou mais pessoas (o principal ou os principais) engaja(m) outra pessoa (agente) para desempenhar uma tarefa em seu lugar, o que envolve delegar alguma autonomia de decisão.

Na corporação moderna, com a separação entre propriedade e gestão, torna-se clara a possibilidade de conflito de interesses entre acionistas

e administradores. Nesse contexto, a governança corporativa apresenta-se como um mecanismo que visa a eliminar ou amenizar o conflito de agência.

Sob diferentes aspectos, o tema governança corporativa apresenta vários conceitos que se distinguem pela sua diversidade e amplitude. Andrade e Rossetti (2006, p. 25) agrupam os conceitos de governança corporativa segundo seis perspectivas:

- Direito: sistema de gestão que visa preservar a maximização dos direitos dos acionistas e assegurar a proteção aos minoritários;
- Relações: procedimentos de relacionamentos entre acionistas, conselhos e diretoria executiva que objetiva maximizar o desempenho da organização;
- Governo: sistema de governo, gestão e controle que disciplina as relações entre as partes interessadas em uma organização;
- Poder: sistematização da estrutura de poder que envolve a definição de estratégia, operações, geração de valor e busca de resultados;
- Valores: sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas;
- Normas: conjunto de normas, derivados de estatutos legais e regulamentos que visam a excelência da gestão e a proteção dos direitos das partes interessadas em seus resultados.

Para Silveira (2004, p. 4), “governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência”.

Soares (2008, p. 83-84) apresentou definições de governança corporativa sob duas perspectivas, uma inserida no contexto da Teoria de Agência, numa abordagem *ex-ante*, e outra antecipando o aspecto institucional, permeando o relacionamento contratual entre diversos agentes, com ênfase no aspecto *ex-post*:

a visão restrita aos fornecedores de recursos para a companhia está refletida na definição de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), para quem governança corporativa é o conjunto de maneiras pelas quais os financiadores de capital da empresa garantem que obtêm para si o retorno sobre os seus investimentos. [...] numa visão econômica e mais abrangente, Mathielsen

(2002) definiu governança corporativa como sendo o campo da economia que investiga a forma de gerenciamento mais eficiente das companhias, por meio de instrumentos de incentivo, como contratos, estrutura organizacional e legislação.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004, p. 6) assim define governança corporativa:

é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a perenidade.

Apesar de toda a diversidade, Lethbridge (1997 apud DAMI et al., 2006) divide os vários modelos de governança em dois grupos: o anglo-saxão e o nipo-germânico.

Segundo Soares (2008, p. 93), no modelo anglo-saxão o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas; já no modelo nipo-germânico, as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os dos outros interessados, a propriedade é mais concentrada e as participações acionárias são de longo prazo.

Para Magalhães (2007, p. 129), no modelo anglo-saxão o controle é do tipo *shareholder*, no qual a obrigação primordial dos administradores é agir em favor dos interesses dos acionistas; enquanto no modelo germânico, o controle é do tipo *stakeholder*, no qual, além dos acionistas, um conjunto mais amplo de interesses deve ser contemplado pela ação e pelos resultados da corporação.

Marinelli (2005, p. 60-61) esclarece que o modelo anglo-saxão é caracterizado pelo controle acionário pulverizado, que ocorre tanto nos Estados Unidos quanto no Reino Unido, enquanto o modelo germânico apresenta três peculiaridades: i) equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*; ii) limitação do mercado de capitais no fornecimento do capital de risco; e iii) gestão coletiva das empresas.

Independentemente do modelo, que é moldado de acordo com as características do mercado e da cultura local, segundo Andrade e Rosseti (2006, p. 140), a governança corporativa possui quatro pilares:

- a) transparência (*disclosure*): transparência das informações, especialmente as de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados;
- b) equidade (*fairness*): senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas, e respeito aos direitos dos minoritários;
- c) conformidade com as normas (*compliance*): cumprimento das normas reguladoras expressas nos estatutos, regimentos e emanadas pelas instituições legais do país;
- d) prestação de contas (*accountability*): prestação responsável pelas contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.

Para Lanzana (2004, p. 2), “o *disclosure* tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais, sendo essencial para a adequada avaliação das oportunidades de investimentos pelos agentes econômicos, na medida em que reduz a assimetria informacional”. A referida autora encontrou evidências de que as empresas que mostram maior nível de transparência são as de controle privado nacional, elas apresentam, também, maior nível de endividamento, são mais bem avaliadas pelo mercado e ostentam melhor desempenho.

Soares (2008, p. 56) destaca que algumas iniciativas institucionais e governamentais foram tomadas visando a contribuir para o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras:

- i. criação do IBGC;
- ii. aprovação da Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001;
- iii. criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela BOVESPA;
- iv. estabelecimento de novas regras para os fundos de pensão;
- v. definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos;
- vi. adoção da cartilha de governança corporativa pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), fundado em 1995, possuía inicialmente o intuito de fortalecer a atuação dos conselhos de administração das empresas. Entretanto, outras preocupações surgiram com o tempo, como as questões de propriedade, diretoria, conselho fiscal e auditoria independente. Atualmente, “o objetivo principal do IBGC é promover a transparência na gestão das empresas, a equidade entre os sócios, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa” (IBGC, 2008). Uma das suas principais contribuições é o *Código das melhores práticas de governança corporativa*, publicado pela primeira vez em 1999.

Em junho de 2001 foram formalizados os segmentos especiais de governança corporativa na Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), des-

tinados à negociação de ações de empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa. Os segmentos correspondem a níveis diferenciados de governança corporativa: o primeiro nível (N1) enfoca o *disclosure* e a liquidez das ações; o segundo (N2) obriga as empresas a adotarem práticas adicionais em relação aos direitos dos acionistas e ao conselho de administração; e o terceiro (Novo Mercado) exige emissão exclusiva de ações com direito a voto. As principais exigências de cada nível podem ser resumidas como no Quadro 1.

Segundo a Bovespa (2006, p. 10-11), a adesão das empresas ao Novo Mercado, além de fortalecer o mercado acionário enquanto alternativa de investimento, proporciona vários benefícios aos investidores e às próprias empresas:

Nível de governança corporativa		Práticas de governança corporativa exigidas pela Bovespa (normas de conduta)
Novo Mercado	Nível 1	<p>Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital.</p> <p>Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.</p> <p>Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação das demonstrações contábeis e de revisão especial de auditoria.</p> <p>Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.</p> <p>Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.</p> <p>Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.</p>
	Nível 2	<p>Conselho de administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano.</p> <p>Demonstrativos anuais seguindo as normas dos Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP) ou International Accounting Standards (IAS), no caso das informações trimestrais.</p> <p>Extensão, para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de no mínimo 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais, se for o caso (<i>tag along</i>).</p> <p>Direito a voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que sejam deliberados em assembleia geral.</p> <p>Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro no N2GC ou NM.</p> <p>Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.</p>
		Capital social composto exclusivamente de ações ordinárias.

Quadro 1 - Práticas de governança corporativa exigidas pela Bovespa

Fonte: Adaptado por SOARES, 2008, p. 58, a partir de TAVARES FILHO, 2006; BOVESPA, 2007.

- a) Investidores: i) maior precisão na precificação das ações; ii) melhora do processo de acompanhamento e fiscalização; iii) maior segurança quanto aos riscos societários; e iv) redução de risco.
- b) Empresas: i) melhora da imagem institucional; ii) maior demanda por suas ações; iii) valorização das ações; e iv) menor custo de capital.
- c) Mercado de capitais: i) aumento de liquidez; ii) aumento de emissões; e iii) canalização da poupança para capitalização das empresas.
- d) Economia como um todo: i) empresas mais fortes e competitivas; e ii) dinamização da economia.

Carvalho (2003, p. 12-13), ao analisar os efeitos da migração para os níveis mais altos de governança corporativa, detectou que “a migração tem impacto sobre a valorização das ações (existência de retornos anormais positivos), aumenta o volume de negociação e aumenta a liquidez”.

Ao analisar os impactos da adoção de melhores práticas de governança corporativa, avaliada pela migração das empresas aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado, Quental (2007) encontrou evidências estatísticas de que tais impactos são positivos: melhoram o retorno e a liquidez e reduzem a volatilidade.

Os resultados encontrados por Soares (2008) mostraram que os seguintes fatores estão positivamente correlacionados com o desempenho do mercado de capitais brasileiro: adição de empresas ao segmento especial de governança corporativa da Bovespa, nível da produção industrial, desempenho do mercado de capitais norte-americano e internacional e fluxo líquido de investimento estrangeiro em bolsa.

Evidências de que a governança corporativa reduz a volatilidade das ações, com efeito maior diante de choques negativos para algumas ações, e de que também reduz o risco idiossincrático, incentivando a manutenção da concentração da propriedade, foram encontradas por Almeida (2007).

Eficiência do mercado brasileiro de ações

A eficiência de mercado é definida por Fama (1970) como a extensão em que os preços refletem, sem viés, toda a informação disponível. De acordo com a

Hipótese de Mercado Eficiente (HME), toda a informação importante e disponível refletir-se-ia imediatamente nos preços, sem que ocorresse nenhuma distorção, não havendo, portanto, assimetria informacional.

O referido autor considera três formas de eficiência de mercado:

- *fraca* – em que a informação passada é incorporada aos preços;
- *semiforte* – quando os preços se ajustam ou incorporam as informações publicadas;
- *forte* – em que todos os investidores ou grupos de investidores possuem acesso a todas as informações relevantes, publicadas ou não.

De modo geral, pode-se afirmar que a publicação das informações contábeis referentes às empresas com ações no mercado é tanto mais importante quanto menor for a eficiência do mercado, e que a publicação possivelmente se reflete como alteração nos preços das ações. O Quadro 2 resume os principais estudos que classificam o mercado brasileiro de ações como de eficiência semiforte.

Essas pesquisas sugerem a necessidade de conceber o risco das ações no mercado brasileiro como tendo características específicas. Indicam, de modo geral, ineficiência relativa do mercado, sinalizando para significativa assimetria de informação. Isso tornaria mais crucial o papel da governança corporativa em situações atípicas, especialmente como fator de redução de incerteza e, portanto, da volatilidade dos preços das ações.

Metodologia

Segundo Kerlinger (1980 apud BEUREN 2003, p. 53), metodologia é um termo geral relacionado a maneiras diferentes de fazer as coisas para propósitos distintos.

Caracterização da pesquisa

A pesquisa desenvolvida classifica-se como descritiva e explicativa em relação ao objetivo; adota abordagem de levantamento; é *ex-post-facto* quanto ao controle; no que se refere aos procedimentos é bibliográfica e documental; sua abrangência limita-se

a uma amostra; enquadra-se como transversal quanto à periodicidade; e quanto ao tratamento dos dados é quantitativa. Em resumo, a metodologia empregada pode ser classificada como empírico-analítica, que, segundo Martins (2000, p. 26),

são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos

instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Métodos

Método é o ordenamento dos diferentes processos necessários para alcançar determinado fim estabelecido ou um objetivo esperado (BEUREN, 2003, p. 30). Fachin (2006, p. 55) esclarece que “os métodos são instrumentos imprescindíveis para o desenvolvimento da investigação científica. Constituem um meio de procedimento sistemático e ordenado para o alcance de novas descobertas”.

Autor	Período	Conclusões
Leal (1988-1989)	Janeiro 1981 a dezembro 1985 (diários)	Os retornos de ações novas são superiores aos de mercado no curto e médio prazo por causa da assimetria de informação e da concentração na indústria do <i>underwriting</i> .
Leal e Amaral (1990)	Janeiro 1981 a dezembro 1985 (diários)	Os autores encontraram períodos de retornos extraordinários antecedentes às assembleias de acionistas (5 e 60 dias) que poderiam ser aproveitados por <i>insiders</i> , violando a HEM.
Leite e Sanvicente (1990)	Janeiro 1986 a dezembro 1988 (diários)	O valor patrimonial não possuía conteúdo informacional significativo no mercado, em virtude, talvez, da antecipação da divulgação dos balanços patrimoniais.
Schiehl (1996)	Janeiro 1987 a abril 1995 (mensais)	O autor concluiu que o mercado brasileiro de capitais possui um nível de eficiência informacional semiforte.
Vieira e Procianoy (1998)	Janeiro 1987 a maio 1997 (diários)	Mesmo após publicação das informações, os investidores podem alcançar retornos acima dos esperados.
Bueno et al. (2000)	Mai 1995 a janeiro 1998 (diários)	Detectada ineficiência em precificar as ações no teste com retornos das ações-objeto em um pregão antes do anúncio ou divulgação.
Perobelli e Ness Jr. (2000)	Janeiro 1997 a maio 1998 (trimestrais)	O mercado não se ajusta instantaneamente à divulgação de lucros, e sim nos dias subsequentes e na direção esperada apenas na ocorrência de informações favoráveis.
Procianoy e Antunes (2001)	Março 1989 a agosto 1997 (mensais)	Detecta reação no preço das ações diante da divulgação dos informes financeiros das empresas, indicando que o mercado é ineficiente.
Vieira e Procianoy (2001)	Janeiro 1987 a maio 1997 (mensais)	Os autores encontraram retornos positivos no primeiro dia de negociação <i>ex-evento</i> , o que caracteriza ineficiência.
Novis Neto e Saito (2002)	Janeiro 1998 a dezembro 2000 (diários)	Detecta relação direta entre <i>dividend yield</i> e retorno anormal acumulado no período pós-evento.

Quadro 2 - Trabalhos empíricos sobre a eficiência semiforte do mercado brasileiro de ações

Fonte: Adaptado de CAMARGOS; BARBOSA, 2006 apud TAFFAREL, 2009.

Seleção da amostra e coleta de dados

Nesta análise foram utilizados dados diários do último quadrimestre de 2008, coletados nas séries históricas disponibilizadas pela Bovespa.

Para possibilitar a análise, foram selecionadas as ações negociadas no mercado à vista que registraram preço de fechamento em todos os pregões realizados naquele período, sendo excluídos apenas os Brazilian Depositary Receipts (BDRs) e os *units*. Ao todo, foram selecionadas 178 ações, resultando na análise de 15.130 observações, correspondendo a 14.952 oscilações de preços.

Análise dos dados

As ações de empresas com governança corporativa são as de empresas que aderiram a algum dos segmentos especiais de negociação da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Na análise dos preços das ações, são consideradas as variações diárias em termos relativos, que informam a intensidade e o sentido da variação independentemente da magnitude do preço. Uma segunda análise é efetuada para captar o risco de mercado representado pela oscilação do Ibovespa, sendo denominada variação diária diferencial, que corresponde à diferença entre a variação diária do preço da ação e a variação do referido índice.

Também são cotejados os desvios-padrão médios das variações dos preços das ações no período, comparando-se os resultados obtidos para os dois grupos: empresas com governança corporativa e sem governança corporativa, tendo em vista que

o desvio-padrão é uma medida consagrada de risco. As técnicas utilizadas são de estatística descritiva. Os efeitos da adesão aos segmentos de governança corporativa sobre a volatilidade das ações das empresas são visualizados por meio de gráficos.

Análise dos resultados

Uma síntese dos principais resultados obtidos na análise da frequência relativa de observações de variação diária de preço das ações, distribuídas em intervalos e separadas por nível de governança corporativa, bem como o número de observações em cada categoria, pode ser observada na Tabela 1.

As maiores concentrações de variações diárias nos três intervalos mais significativos foram observadas no nível sem governança corporativa, mas a diferença de frequências entre o grupo sem governança e o grupo com governança corporativa (N1, N2 e NM) se reduz com a amplitude do intervalo de variação.

A Tabela 2 apresenta estrutura semelhante à anterior, mas considera a variação diária diferencial em relação ao Ibovespa.

Esses resultados se distinguem dos anteriores: quando se considera o risco de mercado, representado pelo Ibovespa, as maiores frequências de variação diária (diferencial) se concentram no grupo de empresas que praticam governança corporativa, e o aumento na amplitude do intervalo aumenta a diferença das frequências entre os dois grupos, passando de 3,71 pontos percentuais no primeiro intervalo (entre -2% e +2%) para 4,36 pontos no terceiro intervalo (entre -6% e +6%).

Tabela 1 - Frequência relativa de observações de variação diária por nível de governança corporativa

Intervalos/ classificações	Sem governança corporativa	Com governança corporativa				Todas
		N1	N2	NM	N1, N2 e NM	
Entre -2% e +2%	39,12%	36,41%	38,57%	36,25%	36,48%	37,10%
Entre -4% e +4%	61,82%	60,04%	60,00%	60,15%	60,10%	60,51%
Entre -6% e +6%	75,68%	76,29%	77,50%	75,25%	75,25%	75,75%
N. observações	3.528	3.864	840	6.720	11.424	14.952

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 2 - Frequência relativa de observações de variação diária diferencial por nível de governança corporativa

Intervalos/ classificações	Sem governança corporativa	Com governança corporativa				Todas
		N1	N2	NM	N1, N2 e NM	
Entre -2% e +2%	35,63%	45,70%	38,69%	35,76%	39,34%	38,46%
Entre -4% e +4%	62,93%	73,96%	64,76%	62,16%	66,34%	65,54%
Entre -6% e +6%	78,40%	88,25%	82,26%	79,66%	82,76%	81,73%
N. observações	3.528	3.864	840	6.720	11.424	14.952

Fonte: Dados da pesquisa.

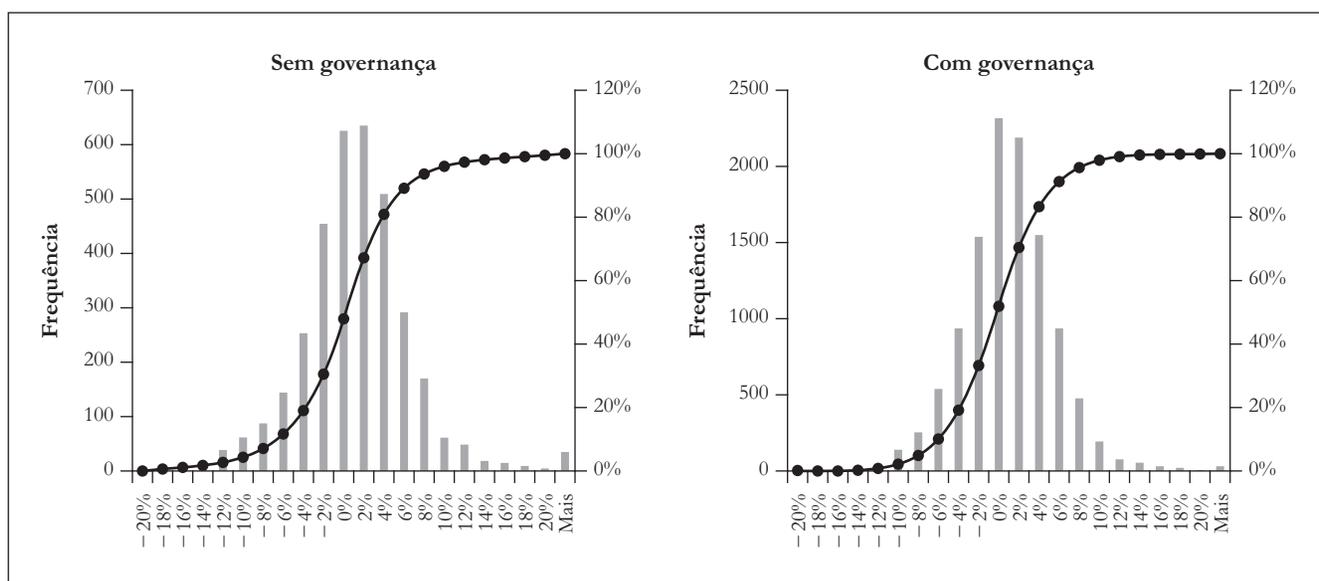
A maior concentração de variação diária diferencial no intervalo de -2% a +2% no segmento N2 (45,70%) em relação às concentrações observadas nos demais segmentos de governança corporativa, bem como os demais resultados apresentados nas Tabelas 1 e 2, fornecem indicações de que o nível de governança corporativa, representado pelos segmentos especiais da Bovespa, constitui fator de redução da volatilidade.

Por outro lado, pela análise dos desvios-padrão, constata-se que os preços das ações de empresas que não aderiram aos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa apresentam desvio-padrão de 7,34%, enquanto os preços das ações de empresas

que praticam governança corporativa apresentaram desvio-padrão de 5,91%, diferença de 1,43 pontos percentuais, o que equivale a uma redução de 19,48%.

Quando analisadas as variações diárias diferenciais, a diferença apurada é ainda maior (2,08 pontos percentuais): os preços das ações de empresas que não praticam governança corporativa apresentam desvio-padrão de 6,86%, enquanto os preços das ações de empresas que praticam governança corporativa apresentam desvio-padrão de 4,78%, o que equivale a uma redução de 30,32%.

A Figura 1 apresenta a distribuição de frequências das variações diárias diferenciais em relação ao Ibovespa.

**Figura 1** - Histogramas das variações diárias diferenciais em relação ao Ibovespa, no período de 01/09/2008 a 30/12/2008

Fonte: Dados da pesquisa.

O histograma à esquerda se refere às empresas que não aderiram aos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa e o histograma à direita se refere às empresas que aderiram. A análise comparativa desses histogramas mostra que as ações das empresas que aderiram aos segmentos de governança corporativa da Bovespa apresentam mais claramente o padrão gaussiano de distribuição do que as ações das empresas que não aderiram. Para as ações das empresas que aderiram aos níveis de governança, os valores de ganhos e perdas diferenciais em relação ao Ibovespa se distribuem com maior uniformidade e concentração em torno do valor central. Para essas ações, praticamente a totalidade das observações estão no intervalo de -10% a 10% , enquanto as ações das empresas que não aderiram aos segmentos de governança apresentam variabilidade maior, com frequências não desprezíveis fora do mencionado intervalo.

A Figura 2 confirma a influência da adesão aos níveis de governança sobre a variabilidade do retorno diferencial diário em relação ao Ibovespa.

No lado esquerdo da Figura 2, tem-se o gráfico da distribuição dos retornos diferenciais diários por nível de governança, podendo-se observar que, embora não haja um padrão regular de redução

da variabilidade, pois esta não se apresenta uniformemente crescente à direita, de modo geral as ações de empresas que aderiram aos níveis de governança estiveram sujeitas a menores oscilações. Essa afirmação é corroborada pelo gráfico à direita, em que as empresas foram segregadas em apenas dois grandes grupos, com governança e sem governança.

Constata-se pela análise dos desvios-padrão e pelas Figuras 1 e 2 que as oscilações em relação ao Ibovespa apresentam-se mais concentradas para as empresas que aderiram aos segmentos de governança corporativa da Bovespa. Dessa forma, pode-se afirmar que a adesão aos níveis de governança corporativa constituiu fator de redução de risco durante a crise financeira de 2008.

Considerações finais

O elevado nível de incerteza e a correspondente volatilidade exacerbada dos mercados financeiros, como decorrência da crise financeira de 2008, foram considerados neste artigo para avaliar a adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa enquanto fator de redução de risco das ações.

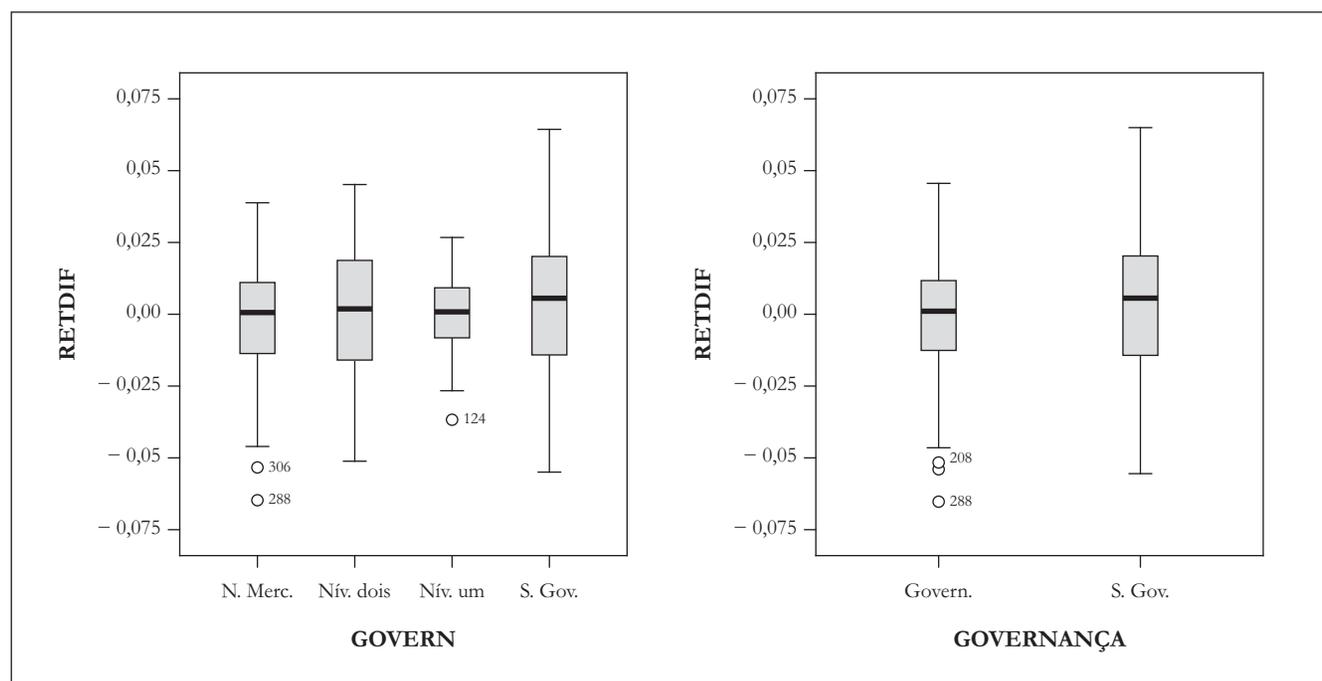


Figura 2 - Box plots dos retornos diferenciais médios diários por grupo de ações

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados encontrados indicam que, no quadro de assimetria de informação que caracteriza o mercado acionário brasileiro, a governança corporativa consegue reduzir a volatilidade dos preços das ações em períodos de elevado grau de incerteza, como ocorreu no último quadrimestre de 2008. Nesse período, os preços das ações de empresas que praticam governança corporativa apresentaram menor desvio-padrão do que as que não praticam, o que permite concluir que a sua volatilidade foi menor.

Entretanto, em concordância com Silveira (2004), não se encontraram evidências de que a qualidade da governança corporativa exerça influência significativa e consistente sobre o desempenho das ações em situações atípicas de elevada incerteza.

Cabe ressaltar que a análise desenvolvida não considerou variáveis importantes para a formação do preço das ações das empresas, como o segmento de atuação, os indicadores financeiros e de desempenho, os controle governamental ou privado, entre outros, que poderiam apresentar reflexos sobre a volatilidade.

Sugere-se que outros trabalhos adotem segmentação complementar à utilizada, especialmente no que se refere ao ramo de negócio, para que se possa explicar adequadamente o fato de as empresas que aderiram aos níveis de governança apresentarem ações com menor volatilidade, mas a redução da volatilidade não apresentar correspondência direta com níveis mais elevados de governança.

Referências

- ALMEIDA, D. R. **Governança reduz volatilidade?** 2007. 236 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property.** 2nd ed. New York: Macmillan, 1932.
- BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- BOVESPA. **Novo mercado.** 2006. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2010.
- BOVESPA. **Índice Bovespa: definição e metodologia.** 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 12 abr. 2010.
- CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA.** 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/uspniveis.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2009.
- DAMI, A. B. T. et al. Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil: causas e conseqüências. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: Sociedade Brasileira de Finanças, 2006. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/ebf3.pdf>>. Acesso em: 11 ago. 2009.
- FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia.** 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, New York, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FARINA, E. M. M. Q.; AZEVEDO, P. F.; SAES, M. S. M. **Competitividade: mercado, estado e organizações.** 2. ed. São Paulo: Singular, 1997.
- FIANI, R. Teoria dos custos de transação. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil.** 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** 3. ed. São Paulo: IBGC, 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 ago. 2008.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, New York, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LAMEIRA, V. J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras.** 2007. 248 f. Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

MAGALHÃES, L. V. V. **Governança corporativa: sua evolução e a iniciativa brasileira do novo mercado da Bolsa de Valores de São Paulo**. 2007. 144 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, 2007.

MARINELLI, M. Um estudo exploratório sobre o estágio da governança corporativa nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 7, n. 19, p. 58-69, 2005.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

QUENTAL, G. A. J. **Investigação dos impactos da adesão de empresas brasileiras aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo**. 2007. 226 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SOARES, C. **A relação entre fatores macroeconômicos e governança corporativa com o comportamento do mercado de capitais brasileiro**. 2008. 229 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2008.

TAFFAREL, M. **A influência dos indicadores contábil-financeiros no valor das empresas brasileiras de capital aberto, no curto prazo**. 2009. 223 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009.

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

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. 2nd ed. New York: The Free Press, 1985.

ZYLBERSZTAJN, D. **Estruturas de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da Nova Economia das Instituições**. 1995. 241 f. Tese (Livre-Docência) – Departamento de Administração, FEA/USP, 1995.

Recebido: 31/08/2010

Received: 08/31/2010

Aprovado: 20/09/2010

Approved: 09/20/2010