

MERCADO DE CAPITAIS E PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL NO PERÍODO DE 2004 A 2007

Lílian de Paula Oliveira

André Fernandes Lima (Orientador)

Resumo

O objetivo do trabalho é analisar se existe um diferencial de retorno e risco nas empresas que adotam as práticas de governança corporativa em relação a outras empresas que não adotam essas práticas e que possa estar atribuída a este fato. Diante desta questão os ativos foram analisados com base em ferramentas estatísticas e financeiras. E por fim, foi possível confirmar a hipótese de que as empresas que adotam as práticas de governança corporativa mostraram um retorno maior e um risco menor e as empresas que não adotam as práticas obtiveram um comportamento inverso.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Retorno; Risco.

Introdução

O trabalho analisa o diferencial de rentabilidade e risco existente nos ativos das empresas que seguem regras e práticas de governança corporativa a partir do período de janeiro de 2004, comparativamente aos de empresas que, desde o mesmo período, não adotaram estas regras adicionais, e que possa estar atribuído a este fator.

Com o objetivo de obter respostas foram utilizadas a composição do IBOVESPA e do IGC do mesmo período para retirar as ações que, como tal, formariam as carteiras. E ainda teve-se o cuidado de compor carteiras as quais tivessem o mesmo número de ações e setores, e distribuídas com pesos iguais.

Os rendimentos das ações podem ocorrer de diversas formas e ainda podem ser influenciadas pela diversificação, em virtude do mesmo amenizar os riscos incorridos pelos investidores alocando os recursos de maneira ótima.

As decisões de investimentos no mercado financeiro são realizadas sem a certeza dos resultados, pois estão voltadas para o futuro incerto. Assim, o risco está associado à probabilidade de ocorrer o evento com base num valor médio, representado pelo desvio-padrão.

Serão analisadas as visões de Keynes, Tobin e Friedman, quanto ao risco decorrente da forma alocativa dos recursos.

Num segundo momento são expostas as práticas de governança corporativas como uma forma de adquirir informações adicionais, além das informações exigidas, o que proporciona a valorização da companhia, segurança ao acesso ao capital, pois os agentes se sentem mais seguros devido às rígidas exigências que as companhias prestam e que conseqüentemente levará à perpetuidade do Mercado de Capitais.

Ademais, o *quantum* de informações adicionais prestadas pelas companhias advém do nível que a empresa esteja inserida, que são: Novo Mercado, Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 e Nível 2.

É feita a análise das carteiras através da comparação das médias, das variâncias e do desvios-padrões, que servirão de respaldo para a indagação sobre a existência de diferencial de retornos e risco. No entanto, a discussão se estende ao comportamento dos retornos dos ativos, a

diversificação que permite alcançar retornos elevados e a redução do risco para os investidores, pois a aplicação em um único ativo resulta em riscos elevados.

E por fim, com a finalidade de averiguar e testar os resultados obtidos, ao término do trabalho há uma confirmação dos resultados a partir de um suposto investimento de mil reais em cada uma das carteiras.

1. MERCADO DE CAPITAIS

Rendimentos das ações

O dividendo é simplesmente a distribuição de uma parcela do lucro aferido pela empresa e que, segundo a Lei, à instituição cabe distribuir no mínimo 25% deste lucro aos acionistas, salvo se aprovado algo diferente em Assembléia Geral Extraordinária.

Eduardo Fortuna (2001, p.446) ensina que, “os dividendos a serem pagos são incluídos no lucro tributável e, portanto, não são deduzidos do Imposto de Renda - IR - e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido-CSLL-, a serem pagos pelas empresas”.

Já os acionistas pagam 15% de IR sobre o dividendo recebido.

Temos também a distribuição de novas ações gratuitas em virtude do aumento de capital, por consequência da reunião de reservas ao capital social, denominada Bonificação.

A subscrição consiste na posse de ações em função do aumento de capital. O aumento de capital suprirá os recursos ampliando a capacidade produtiva ou permitirá interar o capital de giro.

Bem assevera Eduardo Fortuna (2001, p. 446), “desdobramento seria a distribuição de novas ações aos acionistas, pela diluição do capital em um maior número de ações, com o objetivo, entre outros, de liquidez aos títulos no mercado”.

No primeiro momento, o agrupamento vem a condensar o capital com o objetivo de reduzir o número de ações, de modo a valorizá-la e ao mesmo tempo elevar a imagem da empresa.

Outra opção seria o pagamento ao acionista de juros sobre o capital próprio pela empresa. O pagamento é tido como despesa, sendo descontada do lucro tributável, dessa forma a empresa terá o IR reduzido.

Risco e Retorno

As tomadas de decisões no mercado financeiro, de modo geral, não são realizadas com certeza em relação aos resultados, pois estão voltadas para o futuro, tornando imprescindível a variável incerteza no estudo das operações financeiras.

Segundo Alexandre Assaf Neto:

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco. Dessa maneira, o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores. (2001, p.255)

O risco está associado à probabilidade de ocorrer o evento com base num valor médio esperado. Identificando uma relação de perda. Desse modo, geralmente é representado pelo desvio-padrão, onde este mostra o risco da operação, ou melhor, a dispersão dos resultados em torno da média.

Em razão disto Alexandre Assaf Neto mostra que:

O desvio padrão como medida de risco é determinada pela decisão de investimento a ser tomada a partir da média dos possíveis retornos de um ativo. Indica, em outras palavras, que o valor médio esperado dos retornos é representativo da distribuição pelo título em avaliação. (2001, p.263).

O risco é interpretado de forma distinta pela pessoa que o está avaliando. Como por exemplo: risco aéreo por parte da seguradora, risco de se contrair uma doença, risco que se incorre em negócios por parte dos empresários e assim por diante.

Ao avaliar a empresa tem-se que olhar para o seu risco total: econômico e financeiro. O risco econômico é decorrente de acontecimentos conjunturais, de mercado (concorrência, por exemplo) e da gestão e planejamento da empresa. Por outro lado o risco financeiro indica o endividamento da empresa, sua capacidade de cumprir os pagamentos entre outros.

Portanto Alexandre Assaf Neto (2001, p.259) reitera que “o risco total de qualquer ativo é definido pela parte sistêmica (risco sistêmico ou conjuntural) e não sistêmico (risco específico ou próprio do ativo)”.

O risco sistêmico é inerente aos ativos do mercado, que são influenciados por acontecimentos políticos, econômicos ou sociais, mas de certo modo os ativos irão se comportar distintamente com a situação presente. Não há como evitá-lo, então se indica a diversificação da carteira com a finalidade de reduzi-lo.

O risco não sistêmico vem da característica do ativo e não se propaga aos outros ativos da carteira. É um risco particular do investimento, mas a eliminação é possível com a introdução de ativos que não possuam correlação positiva. As carteiras que detém renda fixa e renda variável, ou seja, diversificadas, são afetadas de modo diferente ao elevar a taxa de juros da economia, por exemplo.

Risco segundo Keynes, Tobin e Friedman.

Para Keynes a moeda designa não apenas meio de troca, como também reserva de valor, que transporta a riqueza através do tempo. O retorno é em síntese o prêmio de liquidez para quem não opta por esta modalidade.

A moeda na economia configura o ativo com atributos específicos, na medida em que acalma os agentes contra incerteza futura. Assim, quão maior for à incerteza percebida pelos agentes, maior será a retenção de moeda em virtude da imprevisibilidade do futuro. Os agentes, ao demandar segurança para o futuro, reterão a moeda na forma de um ativo seguro.

De acordo com Fernando Cardim de Carvalho et al:

Quanto mais incerto o futuro, maior a preferência pela liquidez dos agentes. Note-se que para Keynes a incerteza não se confunde com o risco probabilístico, pois se refere à determinados fenômenos econômicos para os quais não existe qualquer base científica para formar cálculos probabilísticos. (2000, p.43)

Keynes falava que a renda não consumida, ao ser utilizada para comprar moeda e outros ativos líquidos, poderia gerar deficiência na demanda efetiva da economia.

Na teoria da preferência pela liquidez formulada por Keynes, a taxa de juros é o fator que equilibra a demanda para se investir e a tendência de conter o consumo imediato. A taxa de juros é o prêmio por abrir mão da liquidez. Ao invés de ser a recompensa pela espera é o que se ganha por não entesourar.

Fernando Cardim de Carvalho et al (2000, p. 43) afirma que, “a taxa de juros é o que se ganha não porque se poupou, mas sim porque se aplica esta poupança em outros ativos (como por exemplo, ativos financeiros) que não o a moeda”.

Fernando Cardim de Carvalho et al ensina que, o quantum de moeda detida pelos agentes irá depender da taxa de juros dada. Como também Richard T. Froyen (2003, p.126) ensina que “Keynes acreditava que a quantidade de moeda desempenhava um papel-chave na determinação da taxa de juros”.

Segundo Keynes (2003), a taxa de juros tem por finalidade provocar mudanças na poupança e no investimento. A taxa de juros é vista como um fenômeno monetário, determinada pela oferta e demanda por moeda.

Os agentes por possuírem expectativas sobre a taxa de juros acarretarão uma tendência de preferência pela liquidez, em virtude da incerteza quanto ao futuro.

A Teoria Geral deixou de lado a idéia de circulação industrial e financeira, para entender os fatos que levam os agentes a demandar moeda. A circulação industrial mostra a demanda transacional, e a financeira nos leva a compreensão da demanda especulativa e precaucionária.

Segundo Richard T. Froyen, Keynes possui três formas de manter a moeda, na qual as demandas por moeda são separadas por causa dos motivos.

Conforme Fernando Cardim de Carvalho et al:

O motivo transação refere-se à retenção de moeda para realização de um ato definido de compra numa data específica. O volume de moeda demandado para a realização de transações depende do montante da renda e da duração normal do intervalo entre o seu recebimento e o seu desembolso, ou seja, das compras projetadas e dos hábitos de pagamento dos agentes (daí sua natureza rotineira). (2000, p.47)

Os agentes retêm moeda, por precaução, para atender casos de oportunidades repentinas e inesperadas de um negócio ou gastos com contas de hospital, por exemplo. Lembrando-se que a moeda é um ativo seguro e passa para o futuro incerto. Vale lembrar que, segundo Keynes, reter moeda significa valer-se de barganhas futuras.

Keynes explicava que a demanda precaucionária é quantificada pelos gastos inesperados e que certamente está correlacionada à renda, ocorrendo à adição do valor precaução com a transação do período de uma renda. Ao propósito, apesar de ser pago um valor irregular é possível prever os períodos que se ocorrerão sucessivamente e isto faz com que a demanda precaucionária seja uma forma de direcionar a renda para outro período.

O motivo especulação para Keynes é o mais importante e o menos compreendido, onde relaciona a política monetária e a tendência incerta da taxa de juros.

O estudo da curva de preferência de liquidez mostra uma relação inversamente proporcional, na qual a demanda por moeda aumenta conforme a redução na taxa de juros. Porém esta curva torna-se horizontal num certo ponto o que indica que a demanda por moeda é inelástica a qualquer taxa de juros, fenômeno chamado de *armadilha de liquidez*. Conforme figura 1. Isso é possível, pois ao atingir um determinado ponto os agentes irão querer ativos líquidos a sustentar dívidas que rendam tão pouco.

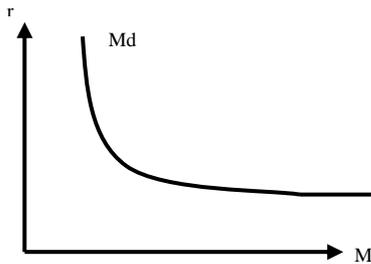


Figura 1. Armadilha de liquidez.

Fonte: Richard T. Froyen, p.70, 2003.

Onde: r = Taxa de juros M = moeda M_d = demanda por moeda.

Para Keynes, segundo em Fernando Cardim de Carvalho et al, o importante não é a taxa de juros, mas sim sua divergência de nível seguro de juros.

Os agentes por sua vez terão expectativas sobre a taxa de juros futura, mas que via de regra não necessariamente é correta. O investidor possui concepção subjetiva, em função da experiência e informações obtidas, a respeito da taxa de juros normal, e que espera que prevaleça depois de descontadas as flutuações no curto prazo. Assim, esta taxa de juros, a partir de acontecimentos futuros da taxa de juros corrente, será uma âncora para as expectativas. Logo, a taxa influenciará os agentes de modo a reter moedas ou títulos.

Na teoria Keynesiana as demandas precaucionárias e especulativas pela moeda são influenciadas pela incerteza do futuro. Entretanto, no Modelo de Tobin as tomadas de decisões dos agentes partem da probabilidade de risco. Na teoria de preferência de liquidez de Keynes o agente tinha duas opções: obter moeda ou títulos.

Assim ressalva, Richard T. Froyen (2005, p. 126) “os ativos podem ser classificados segundo sua maturação, tendo os títulos caráter de longo prazo, e a moeda, de curto prazo”.

Já o Modelo de Tobin em sua teoria de composição de carteira, parte do pressuposto que as pessoas preferem ter uma combinação de moedas e ativos devido o risco que incorrem, dessa maneira carteiras mistas de ativos monetários e não monetários geram satisfações maiores aos investidores do que um portfólio de um ou outro ativo específico.

Para Tobin a demanda transacional por moeda é influenciada não apenas pela renda do agente como também pela taxa de juros. Este analisa também a demanda especulativa por moeda, mas critica exposição de Keynes sobre esse assunto, reformulando-a.

A demanda transacional por moeda indica que a moeda é um meio de pagamento, e a especulativa mostra a moeda como reserva de valor, ou seja, um ativo que acumulado gera riqueza tanto quanto um outro ativo (com ações, debêntures e outros). O que distingue a moeda e outro ativo é que o último rende retorno e o primeiro não. Esta diferença é o que menos importa para Keynes, pois a moeda, segundo ele, “rende segurança”. No entanto, não se nega que este retorno é alcançado, pois se o dinheiro não foi utilizado no passado o acumulado será o mesmo da qual começou, em contrapartida às ações proporcionaram dividendo, debêntures juros etc.

Fernando Cardim de Carvalho et al diz que:

A demanda por moeda porque ela é um porto seguro para quem navega na incerteza do futuro, é chamada de precaução. Mas, é ainda possível considerar uma demanda por moeda como ativos em outra circunstância: quando se espera que ativos financeiros venham a desvalorizar no futuro. (2000, p.62)

Assim, comprar ou não um título vem a ser um ato especulativo baseada na expectativa, visto que a demanda por moeda dessa decisão é chamada de especulativa por Keynes. Tobin critica esta existência ao citar que é algo irracional, e que se desaparece no equilíbrio. E ainda argumenta que a teoria Keynesiana contraria a realidade.

Fernando Cardim de Carvalho et al (2000) ensinava que, a demanda especulativa seria positiva a partir da expectativa dos investidores de que viria a subir a taxa de juros no futuro. E ainda mais fala que os preços dos títulos financeiros seriam dependentes da taxa de juros.

A demanda por títulos parte da premissa de que a quem possui obterá rendimento na forma de juros, dividendos etc. De certo modo a partir das expectativas de rendimentos elevados de um título, maior será sua demanda e o preço disposto pelos compradores. Desde já, pode-se notar uma relação positiva entre o preço do título e o seu rendimento.

O preço do título varia de acordo com mudanças na taxa de juros. Então ao pensar no retorno total tem-se que analisar os seguintes elementos: taxa de juros a ser paga no final do período e o valor de revenda. A expectativa em relação à primeira influencia a aplicação em títulos.

Tobin faz uma análise a partir de um título com perpetuidade, que rende continuamente, e que pode ser vendido no mercado secundário.

A demanda especulativa por moeda em sua teoria indica que, se os agentes acharem que a taxa de juros, tende a subir, os investidores iram reter moeda e postergar a compra de papéis para um momento de baixa, e o raciocínio é inverso quando a expectativa é de baixa de taxa de juros. Mas essas expectativas, segundo Keynes, dependem do que o investidor considera uma taxa de juros normal.

No entanto, Tobin supõe que se uma taxa de juros permaneça inalterada por um longo período do tempo, os agentes acharão que essa taxa é normal, de forma que a demanda especulativa por moeda tenda a desaparecer. Outro problema exposto por Tobin seria o caso de ocorrer uma elevação da taxa de juros e os preços dos títulos caírem, ou seja, haverá vendas de títulos retendo apenas dinheiro nas carteiras, de modo a evitar perdas. Assim, o outro investidor terá uma situação contrária, onde cada um terá um outro ativo o que contradiz com a idéia de diversificação.

O Modelo de Tobin tenta reformular a teoria de demanda especulativa tornando-a mais sólida. A remuneração esperada de um título garante um rendimento do título na forma de juros e ganho potencial de capital em função de uma valorização do título.

Fernando Cardim de Carvalho et al ensina que (2000, p. 65), “a taxa de remuneração de mercado do título é a razão entre o seu rendimento e o seu preço”. Já o ganho de capital esperado seria decorrente do aumento de preço tendo em vista o preço de compra e o preço esperado de venda, onde o preço esperado agrega juros esperados. O rendimento de um título será o somatório do ganho de capital mais a soma dos juros de mercado.

Segundo Fernando Cardim de Carvalho et al:

Considerando uma remuneração esperada das obrigações, e, uma remuneração nula dos ativos monetários, será de esperar que o detentor de ativo aplique a sua riqueza líquida em títulos se ele esperar uma remuneração “e” superior à zero ou a aplique em ativos monetários se esperar “e” inferior à zero. (2000, p.66)

A taxa de juros crítica zera a remuneração dos títulos. Em síntese, se a taxa corrente for superior a esta, o investidor aplicará toda sua riqueza em títulos e a demanda por moeda será nula, mas se a taxa de juros corrente for menor que a taxa de crítica haverá uma transferência para ativos monetários, pois a perda de capital esperada é maior do que o rendimento. Essa visão é a de Keynes. E, em última análise, se a taxa de mercado for igual à taxa crítica o agente será diferente em sua aplicação, como se verifica na figura 2.

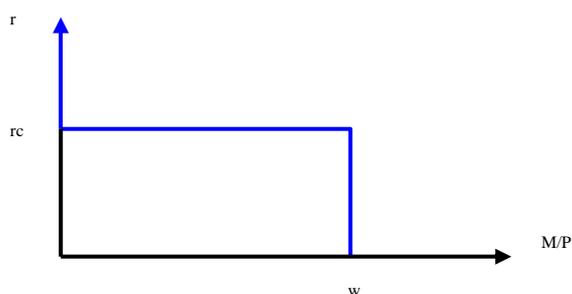


Figura 2-Demanda Individual por Moeda no Caso de Ausência de Risco.

Fonte: Fernando Cardim de Carvalho et al, 2000. P.67

Onde: rc = Taxa de juros crítica r =taxa de juros correntes w = títulos

M/P = demanda por saldos monetários em termos reais.

A escolha da carteira de Tobin procura refutar as idéias de Keynes, onde para este último só existe dois ativos, detendo-se um em detrimento do outro e nunca a sua combinação, visto que, se o retorno do título traz risco onde o agente se encontrará diante da escolha risco/retorno, isto, provavelmente o levará a compor sua carteira com títulos e moeda. Logo, as carteiras possuirão combinações diferentes de ativos, sendo desta maneira diversificada.

No Modelo de Tobin o investidor tem a disposição de títulos e moeda, estes poderão fazer diversas combinações de modo a se maximizar, não se esquecendo que a moeda proporciona segurança e títulos retorno previsto.

O investidor que possui maiores proporções de títulos, conseqüentemente assumirá maiores riscos, mas também maiores rendimentos. De modo geral, as pessoas só almejarão obter maiores riscos se obtiverem um maior retorno, onde o risco é visto como um custo. Normalmente, os agentes são avessos ao risco.

Os agentes aplicam probabilidades aos ganhos de capital nos títulos, utilizando a média como o ganho mais próximo do investidor. O risco será ponderado pelo desvio-padrão ganho de capital dos recursos esperados.

Em função de poder compor sua carteira, o investidor procurará o ponto ótimo onde obterá maiores retornos a menores riscos. Assim, suas preferências são vistas pela curva de indiferença. Tudo porque os pontos da curva garantem o mesmo nível de satisfações com combinações diferentes entre risco/retorno. Usualmente, a escolha se dá no nível mais alto da curva.

Conforme Fernando Cardim de Carvalho et al:

A maximização da satisfação dos agentes econômicos com relação a uma carteira que proporciona uma determinada combinação de rendimentos e riscos ocorre no ponto de tangência entre a curva de oportunidade e a mais alta curva de indiferença. (2000, p.68)

O Modelo de Tobin mostra a escolha de ativos, moeda e título pelo investidor. Lembrando que a moeda não traz incerteza tão pouco risco. Logo, quem a possui o retorno será zero, onde a moeda ao final do período será o mesmo. Em oposição, o título garante rendimentos juros, um retorno positivo, e assim trará risco ao seu investidor, porque ao realizar a venda desse título o seu preço pode estar abaixo do que foi pago.

O problema de Tobin é exatamente entender qual a proporção dos ativos na carteira. Nem um terá valor negativo, mas poderá ser nulo. Contudo, pelo fato da moeda não render juros, o retorno de uma carteira será decorrente dos juros e ganho de capital do título.

O risco é oriundo do título investido, medido pelo desvio-padrão da distribuição dos ganhos de capitais possíveis. A relação risco/retorno pode ser vista pela curva de oportunidade, escolhas tomadas pelos investidores.

Como dissertou Fernando Cardim de Carvalho et al:

Para encontrar o ponto de equilíbrio entre risco e remuneração esperada do indivíduo, é necessário confrontar a curva de oportunidades com a função utilidade do indivíduo, que, representa os níveis de utilidade proporcionados pelas diferentes combinações de risco e retorno, sendo o investidor indiferente entre todos os pontos que compõem uma determinada curva de utilidade. A forma destas curvas de indiferenças depende da natureza das preferências do investidor entre risco e retorno. (2000, p. 70)

A curva de indiferença de um diversificador pode ser representada pela curva de indiferença de um investidor avesso ao risco. Onde esta possui uma inclinação positivamente direcionada, implicando em maiores riscos e em retornos satisfatórios. A combinação ótima da carteira seria aquela onde se tangência a reta orçamentária com a curva de indiferença mais alta. Formando uma carteira diversificada.

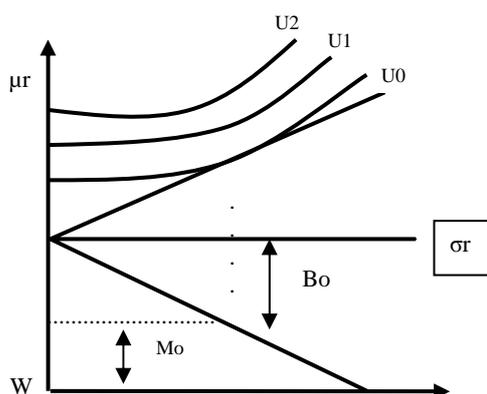


Figura 3. Carteira de um diversificador.

Fonte: Fernando Cardim de Carvalho et al, 2000. P.71

Onde: μ_r = remuneração esperada. σ = risco da carteira. B_0 = títulos

M_0 = ativos monetários

O indivíduo jogador possui um comportamento de tudo ou nada, com isso aplica-se em título ou em moeda. Por outro lado, o amante ao risco possui uma inclinação da curva de indiferença positiva aplicando toda sua riqueza em títulos, pois para este a busca é pelo retorno.

Tobin se baseia na curva dos diversificadores para explicar a demanda por moeda, de modo que em sua opinião a maioria das pessoas se enquadra nesta preferência. Por tais razões Tobin afirma que ao aumentar os juros, a curva de oportunidade se elevará assim o retorno terá a mesma tendência, o que permitirá tangenciar uma curva de indiferença mais alta.

Dessa forma Fernando Cardim de Carvalho et al (2000, p. 72) ensina que, “a expansão da taxa de juros atrai maiores parcelas de recursos para aplicação em títulos por parte dos diversificadores, já que os levam aos maiores retornos esperados”.

À medida que aumenta os juros, os pontos de tangência se deslocam para cima e à direita, porém eleva também o rendimento e o risco mesmo que com taxas menores.

Os monetaristas reestruturaram a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que, por sua vez, é o alicerce da economia monetária. A TQM consegue dizer quanto irá variar a renda nominal em função do estoque e velocidade de circulação da moeda, sendo estas tidas em longo prazo como estáveis. O crescimento do volume de produtos, em longo prazo, ocorre devido a fatores reais, tais como, tecnologia, crescimento populacional, a produtividade, de modo que os preços são afetados por mudanças monetárias.

Já dizia Fernando Cardim de Carvalho et al que:

Milton Friedman sustenta que a TQM deve ser vista como uma teoria da demanda por moeda e que esta está relacionada a um conjunto limitado de variáveis econômicas de uma forma previsível e estável, na qual a renda permanente é a mais importante. (2000, p. 86)

Ademais, a demanda por moeda costuma ter comportamento estável às variáveis, e que mudanças na quantidade ofertada de moeda farão com que os agentes impactuem sobre a velocidade de circulação. O governo estabelece controle sobre estoque de moeda, assim, a oferta disponibilizada pela autoridade monetária influenciará a demanda por moeda.

Assim ensina Fernando Cardim de Carvalho et al:

Como o efeito substituição entre moeda e outros ativos detidos pelos monetaristas como pequeno, ou seja, a elasticidade da demanda de uma moeda a taxa de juros é baixa, é o nível de renda que deve se alterar para alocar a demanda por moeda em linhas com uma oferta de moeda maior. (2000, p.87)

A moeda, sobre a ótica monetarista, é um ativo que rende determinado fluxo de serviços para quem a detém, o qual depende da riqueza permanente, da taxa de juros e da renda.

Nesse sentido Fernando Cardim de Carvalho et al dizia que:

Em particular, a demanda por moeda depende do volume de transações, das frações da renda e da riqueza que o público deseja manter sob a forma de saldos monetários e dos custos de oportunidade de reter moeda e em vez de outros ativos que produzem juros,

como ativos financeiros, ativos físicos (bens de consumo duráveis, entre outros) etc. (2000, p. 87)

Friedman cria uma “subdivisão” da Teoria do Capital, denominada Teoria da Demanda por Moeda, na qual a moeda é vista como riqueza devendo ser guardada como qualquer outra. Por essa teoria, o quantum de riqueza a ser retido sob a forma monetária está subordinado à acumulação de riqueza detida conforme a pretensão de cada indivíduo, e aos atrativos atribuídos às espécies de riquezas.

Friedman possui idéias diferentes quanto à demanda por moeda: na qual a moeda garante ao seu possuidor fluxo de serviços, com isso surge-se a análise da restrição orçamentária do agente que detêm a riqueza, preços e retornos dos ativos e preferências; no seu modelo de demanda por moeda a sustentação sob a forma de títulos em vez de um portfólio gera uma diferença no fluxo de renda por causa do portfólio e que indica a utilidade dada pela carteira.

A aquisição por quaisquer formas de ativos, moedas, segundo Friedman, decorrem do fator riqueza. No entanto, o valor que se atribui à riqueza é difícil de mensurar, pois se devem calcular acumulações de várias gerações. De tal forma, Milton Friedman utiliza-se da equação abaixo:

$$Y = r.W$$

O r representa o juros e a relação $r.W$ o retorno da riqueza determinando a renda do indivíduo. Assim, Y (renda) não é uma renda de um período e sim uma renda permanente em que se tem o usufruto permanente da riqueza, sem levar em conta flutuações conjunturais. Esses fatores são de suma importância para Friedman, pois a demanda por moeda, no que tange a escolha do portfólio, deve ser posicionada quanto ao longo prazo, não ocorrendo influência transitória ou conjuntural. Vale lembrar que segundo TQM tradicional a renda está relacionada à quantidade de bens e serviços circulados em determinado período, por outro lado para a TQM de Friedman a renda é uma variável utilizada para avaliar a quantidade de riqueza social.

A riqueza total seria a moeda e outros bens de capital detidos. Friedman discursa sobre a riqueza total como sendo a riqueza humana, algo particular da capacidade produtiva dos indivíduos, e a riqueza não-humana que é a moeda, ativos financeiros (ações, títulos) e bens físicos (imóveis), desse modo apuram-se o valor da riqueza total tendo em vista as rendas futuras de toda a capacidade produtiva e de outros ativos.

A renda permanente que Friedman cita são as rendas passadas e as atuais dadas por a média das unidades detentoras de riqueza.

Fernando Cardim de Carvalho et al (2000, p. 90) “a demanda por moeda das unidades detentoras de riqueza é uma função direta do nível de renda total (Y), o que significa “efeito renda”, indistinguíveis neste caso de “efeito riqueza”, tem impacto positivo sobre a demanda por moeda”.

A capacidade produtiva pessoal é o ativo maior dos detentores de riqueza, mas por ser capital humano, não é possível comercializá-la, desse modo se faz menos líquida. Em contraposição, a riqueza não-humana é objeto de comercialização. Enfim, quanto maior a participação de riqueza humana num portfólio, maior será a demanda por moeda e vice-versa.

Fernando Cardim de Carvalho et al afirma que:

Se o nível de preços permanecer estável, a moeda em si produzirá um retorno unicamente em espécie, na forma usual de comodidade, segurança etc. Seu custo de oportunidade, contudo, é medido em relação às taxas de retorno dos ativos financeiros de renda variável e de renda fixa. (2000, p. 90)

Em função da não estabilidade dos preços terá que levar em conta a inflação esperada. Ao deter saldos monetários o indivíduo deixa de receber rendimento que obteria com ativos. O retorno nominal de outros ativos que não os monetários seriam: o retorno corrente como juros de títulos, dividendos das ações e outras formas de se adquirir rendimento, e também há custos em função de ativos físicos como estocagem, alteração no preço do ativo, em virtude de variáveis como deflação e inflação.

Afirma Fernando Cardim de Carvalho et al que:

O custo de oportunidade de se manter moeda no portfólio cresce quando a taxa de retorno dos ativos não monetários se eleva, já que o montante de rendimentos perdido cresce. Por isso, quando o retorno dos outros ativos - a taxa esperada de retorno dos títulos de renda fixa ou dos títulos de renda variável aumenta, a demanda por moeda tende a cair. (2000, p.91)

A inflação é uma variável que afeta as formas de se reter ativos como, por exemplo, à moeda. Sua variação influencia a utilidade dos saldos monetários tendo em vista que a inflação possui um caráter negativo sobre o volume de moeda a demandar. Logo, caso haja expectativas de inflação alta o volume de saldos monetários caem e o custo de manter moeda se eleva.

Conforme Fernando Cardim de Carvalho et al (2000, p. 91), “os gostos e preferências das unidades detentoras de riqueza pelos fluxos de serviço oriundos de diferentes formas de riqueza influenciam o comportamento da função demandada por moeda”. Geralmente, os indivíduos detêm maior parte de riqueza na forma de moeda, tendo-se um aumento por liquidez, pois estão sujeitos as incertezas.

A corroborar o assunto, Fernando Cardim de Carvalho et al:

Como em todas as análises de demanda baseada na maximização de uma função utilidade definida em termos de magnitudes reais, a equação de demanda por moeda deve ser considerada independente de qualquer sentido essencial das unidades nominais usadas para medir as variáveis monetárias. (2000, p.92)

Variações nos preços e na renda monetária gerarão mudanças na quantidade de moeda demandada de maneira proporcional. Há uma função demanda por moeda em saldos reais como uma função fatores reais:

$$\frac{M}{P} = f(w, ra, rb, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, y, u)$$

M é o estoque de moeda, P nível de preços, y a renda permanente, ra o retorno dos ativos de renda fixa (título), rb retorno da renda variável (ações), u preferências e fatores que influenciam a utilidade da moeda e variação dos preços dos bens.

Fernando Cardim de Carvalho et al diz que:

Na prática, contudo, o impacto inicial normalmente ocorre sobre a riqueza total (y) e sobre as taxas esperadas de retornos dos ativos, mas o impacto final se dá predominantemente sobre o nível de preços, tal como estabelecido pela teoria quantitativa. Isso ocorre porque, de acordo com Friedman, sob a hipótese de os preços permanecerem estáveis, as expectativas de mudanças na taxa de inflação são praticamente nulas, e ainda, tal como os estudos empíricos revelaram no caso da economia americana, a elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros é próxima de zero; assim, função demanda da moeda depende principalmente do nível de riqueza total dos agentes. (2000, p.92)

Há diferença entre os velhos keynesianos (abordagem de Tobin-Balmol) e os quantitativistas estão, de forma mais acentuada, nas figuras de ativos considerados. Aqueles consideram um número restrito de ativos e taxa de juros, já os quantitativistas trabalham com um campo maior de ativos e taxa de juros.

Os keynesianos criticam a TQM ao falar que alterações na oferta e na velocidade de circulação da moeda não são fatores independentes, uma vez que oscilações na oferta de moeda irão repercutir na quantidade demandada em função de taxa de juros. Os monetaristas atribuem pouca importância à taxa de juros na função de demanda por moeda.

Diversificação

Há fatores utilizados pelos investidores que visam reduzir o risco como, por exemplo, a diversificação da carteira, seguros e informações adicionais.

A diversificação da carteira reduz o risco por consistir-se em alocação de recursos em várias opções, sendo importante para quem investe em ações devido à oscilação do preço. O indivíduo que aplica todo o seu dinheiro em uma única ação se submeterá a muito mais risco.

Em razão disso Pindick afirma que:

O risco pode ser reduzido- embora não eliminado -por meio do investimento em uma carteira de dez ou vinte ações diferentes. De modo equivalente, é possível diversificar por meio da aquisição de quotas de fundos mútuos: há organizações especializadas que reúnem os recursos de muitos investidores em um grande fundo com a finalidade de comprar uma ampla quantidade de diferentes ações. (2002, p. 160)

O mercado acionário, em alguns casos, sofre com o problema de não conseguir diversificar o risco, uma vez que os preços das ações estão correlacionados, tendendo-se à mesma direção. Mas

há possibilidade do risco ser amenizado, em situações em que o preço de uma ação suba e de outra caia.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa é o modo sistematizado de se obter informações adicionais das sociedades anônimas e como estas são dirigidas, a qual conta com o relacionamento entre Acionista/Cotista, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e, por fim, o Conselho Fiscal.

As práticas de governança corporativa proporcionam valorização da sociedade devido às informações divulgadas, proporciona de maneira segura o acesso ao capital, pois os agentes se sentem mais seguros devido às rígidas exigências que as companhias prestam, e que, por conseguinte contribuirão por um mercado de capitais que existirá eternamente.

Assim ensina o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), sobre a governança, (2007), “a expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais”.

Os acionistas ou cotistas, a partir da boa governança, conseguem obter a gestão estratégica da empresa e também têm o monitoramento das direções executivas. Conforme IBGC (2007), “as principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal”.

As boas práticas de governança corporativa levam a transparência, prestação de informações e ampliação dos direitos dos acionistas minoritários das empresas que executam tais exigências. O Conselho de Administração e os proprietários do capital (acionista/Cotista) precisam atuar de modo que se faça presente a transparência, as prestações de informações, agindo sobre a estratégia da empresa, ao eleger a Diretoria, fiscalizar, avaliar o desempenho da gestão e de determinadas Auditoria Independente.

Segundo IBCG (2007), “no Brasil, os conselheiros profissionais e independentes começam a surgir basicamente em resposta à necessidade de atrair capital e fontes de financiamento para a atividade empresarial, o que foi acelerado pelo processo de globalização e pelas privatizações de empresas estatais no país”.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2007), as instituições Internacionais e diversos organismos têm a governança corporativa como prioridade, o que relaciona um equilibrado ambiente institucional às políticas macroeconômicas, resultando numa adoção de práticas a nível internacional.

O desenvolvimento do Mercado de Capitais depende da transparência nas informações, ou seja, as empresas divulgam informações a fim de possibilitar a tomada de decisão mais segura aos investidores.

Juliano Lima Pinheiro ressalva que:

O crescimento e desenvolvimento dos Mercados de Capitais fizeram com que houvesse um aumento no interesse dos investidores institucionais nos diversos mercados do mundo. Com isso, cresceu também a preocupação com as políticas de investimento, que exigem cada vez mais informações claras e seguras. (2005, p.197).

O Novo Mercado, criado em setembro de 2000 pela Bovespa, tem por finalidade estimular os investidores e valorizar as Companhias. O segmento foi implantado para aumentar as negociações das ações emitidas por empresas, que por sua vez têm que adotar regras societárias adicionais, o que expande os direitos dos acionistas e garante boa qualidade das informações.

Segundo ensinamento de Juliano Lima Pinheiro (2005), o Novo Segmento proporciona benefícios para os investidores tendo em vista a maior transparência dos dados, respeitando os direitos societários e reduzindo o risco. As empresas adquirem uma melhora na imagem institucional, por valorizar suas ações e por reduzir o custo de captação do capital. No âmbito do mercado acionário o reflexo é tido na forma de aumento da liquidez, majoração na quantidade de ações e em virtude dessas mudanças o Brasil consegue fortalecer as empresas e também o seu Mercado de Capitais.

A BOVESPA, além do Novo Mercado, instituiu dois níveis de Governança Corporativa, voltados para as empresas que já são listadas. No Nível 1 de Governança Corporativa, segundo as Práticas do Regulamento, há exigências adicionais a ser seguidas pelas empresas, já no Nível 2 de Governança e o Novo Mercado se parecem muito quanto ao teor de suas exigências.

Assimetria de informação

A idéia de que os investidores e administradores possuem as mesmas informações a respeito das perspectivas de uma empresa é conhecido como informação simétrica. Mas em contraposição a essa idéia, geralmente os administradores detêm informações adicionais às dos investidores, isso é chamado de informação assimétrica, a qual influencia a estrutura de capital ótima da empresa.

Gitman (2004) diz que a assimetria de informação está presente na situação em que os administradores possuem mais informações que os investidores. A administração, ao notar uma oportunidade de investimento que exija um financiamento adicional, e tendo em vista uma perspectiva boa para a companhia, se depara entre duas decisões: primeiro, se emitir ações e o preço subir, os novos acionistas terão repartição de lucro como também os acionistas e administradores; ou a segunda hipótese é pegar capital de terceiro, no qual só ocorrerá distribuição de lucro apenas entre acionista e administração.

Gitman (1994, p.454) ensina que, “utilizar capital de terceiro para obter fundos é visto como um sinal que reflete a visão da administração acerca do valor da ação da empresa” para o autor, financiar com a utilização de capital de terceiros é visto como um sinal positivo, dessa forma a Administração passa a ter boa imagem da companhia, que a ação está “subavaliada” e consequentemente representam um bom negócio.

No instante em que as perspectivas futuras da empresa são reconhecidas pelo mercado como positivas os proprietários apanham suas ações, não ocorrendo divisão de lucro. Por outro lado, caso as perspectivas não sejam tão boas, a empresa irá emitir ações. O que é visto pelos investidores como sinal negativo, ocasionando queda da cotação da ação.

A oferta de ações por uma empresa, sendo que esta possui várias maneiras de se financiar, é tido como um sinal de que as perspectivas da empresa não são boas.

Segundo Brigham (1999, p.478), “se vejo que uma empresa planeja emitir novas ações, isso deve preocupar, porque a administração não iria querer emitir ações se a perspectiva futura parecesse boa, mas desejaria emitir se elas parecessem ruins”.

A partir do momento que a perspectiva futura negativa se concretiza, o valor baixo é compartilhado com os novos acionistas ao invés de ser absorvido pelos proprietários. Contudo, as empresas com perspectivas boas querem financiar sem emitir ações, enquanto as empresas de

perspectivas ruins têm a idéia de emitir para conseguir financiar com o dinheiro dos novos acionistas.

ANÁLISE DAS CARTEIRAS

A finalidade do trabalho é identificar se há diferencial de rentabilidade e risco entre empresas que adotam as práticas de governança corporativa diante das empresas que não adotam, a partir do período de Janeiro de 2004. Desse modo, utilizou-se a carteira do IBOVESPA e do IGC para o mesmo período para retirar as ações. Dadas as dificuldade de compor carteiras com o mesmo número de setores, dentre um universo de aproximadamente 100 ações, e ainda de selecionar minuciosamente empresas que desde aquele período usam as práticas de governança corporativa e outra carteira composta por empresas que desde aquele período até hoje não utilizam as práticas de governança corporativa, e que não compõe o Índice de Governança Corporativa, foi obtida uma amostra de 5 ações para cada carteira, com peso de 20% sobre cada ação, conforme tabelas 4 e 5:

Tabela 4. Empresas que adotam as práticas de Governança Corporativa.

Ação	Nome da empresa	Setor	Nome no pregão
GGBR4	Gerdau S.A	Siderurgia	GERDAU
CNFB4	Confab Industrial S.A.	Siderurgia	CONFAB
MGEL4	Mangels Industrial S.A	Siderurgia	MANGELS INDL
CMIG4	CIA Energética de Minas Gerais	Energia Elétrica	CEMIG
BRTP4	Brasil Telecom Participações S.A.	Telecomunicações	BRASIL T PAR

Tabela 5. Empresas que não adotam as práticas de Governança Corporativa.

Ação	Nome da empresa	Setor	Nome no pregão
USIM5	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A.	Siderurgia	USIMINAS
CSNA3	Cia Siderúrgica Nacional	Siderurgia	SID NACIONAL
ACES4	Acesita S.A.	Siderurgia	ACESITA
CPLE6	Cia Paranaense de Energia	Energia Elétrica	COPEL
TNLP4	Tele Norte Leste Participações S.A.	Telecomunicações	TELEMAR

A média de retorno semanal da carteira composta por ações que adotam as práticas de Governança corporativa é de 0,71044%, variância é 0,000798 e o risco incorrido por semana é de 2,82%, já a média da carteira semanal composta por empresas que não adotam as práticas é de 0,6649% e variância de 0,001124. O risco incorrido por esta carteira é 3,35%, logo a carteira

com empresas que adotam as práticas proporciona um retorno maior com risco menor e a outra carteira um retorno médio menor e um risco maior.

Com a figura 4 pode-se perceber que o retorno da carteira das empresas que não adotam as práticas possui uma variabilidade maior do que a carteira das empresas que adotam as práticas de governança corporativa.

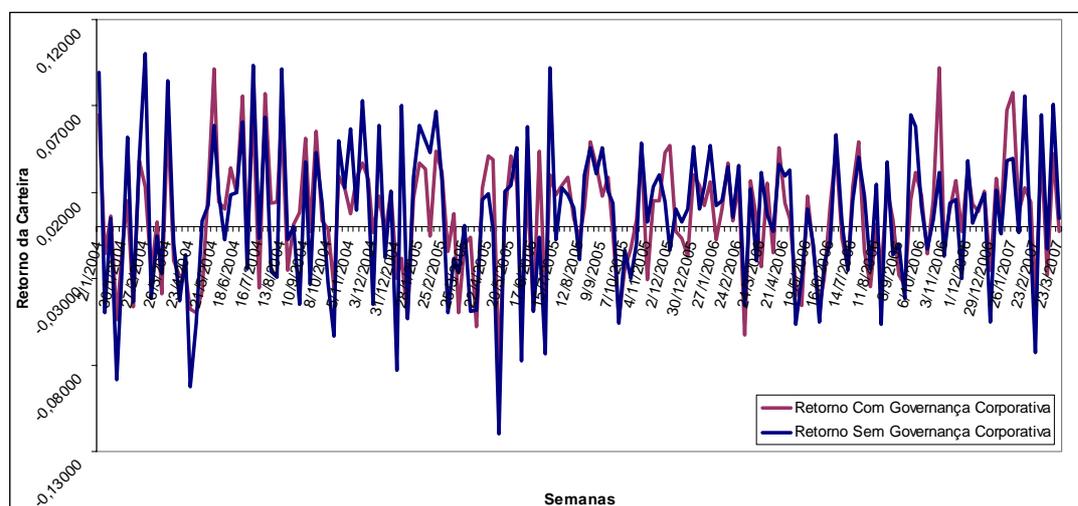


Figura 4. Comportamento do retorno semanal das carteiras.

Com as medidas estatísticas de covariância e correlação há possibilidade de relacionar as variáveis, ou seja, é possível inter-relacionar os valores, de forma a avaliar o seu movimento com relação às médias.

A tabela 6 apresenta associação positiva $COV > 0$, ou seja, os retornos apresentam uma mesma tendência. O comportamento de uma carteira tem a mesma tendência que a outra. Assim, numa situação em que ocorre valorização ou desvalorização de uma carteira é esperado também um mesmo comportamento na outra. Logo, as carteiras são diretamente relacionadas. Por se tratar de $COV > 0$ o desempenho das carteiras não se compensam, o que leva a aumentar o risco da carteira.

Tabela 6. Covariância da carteira contra os índices.

	IBOVESPA	IGC	Retorno c/GC	Retorno s/GC
IBOVESPA	0,00116			
IGC	0,00100	0,00102		
Retorno c/GC	0,00095	0,00084	0,00108	
Retorno s/GC	0,00126	0,00104	0,00106	0,00169

A correlação da carteira contra os índices são todas positivas, conforme tabela 7, na qual o retorno das ações tendem a variar de forma similar, e muito próximas de 1, o que significa que o comportamento das ações são muito próximos.

Tabela 7. Correlação da carteira contra os índices.

	IBOVESPA	IGC	Retorno c/GC	Retorno s/GC
IBOVESPA	1			
IGC	0,923434	1		
Retorno c/GC	0,849516	0,7988	1	
Retorno s/GC	0,899932	0,7932	0,78464632	1

Na figura 5 pode-se notar que a carteira com governança corporativa proporciona um retorno mais elevado, mas com o risco menor dentre todos os ativos. A carteira das empresas que não adotam as práticas pode garantir um retorno próximo da carteira com governança corporativa, no entanto apresenta um risco maior. O que significa que há um diferencial de retorno das carteiras mesmo que pouco, porém o risco da carteira que adotam as práticas é menor. Assim, compor uma carteira (diversificar) possibilita ao investidor obter riscos menores e retornos significativos. Caso o investidor obtenha apenas uma ação, como por exemplo, a Aces4 este pode conseguir um dos maiores retorno, mas o risco incorrido é maior do que das carteiras. Isso significa que a diversificação com a carteira é uma ótima alternativa para se obter um equilíbrio, ou seja, não se obtém um dos maiores retornos, mas em contrapartida o risco é menor.

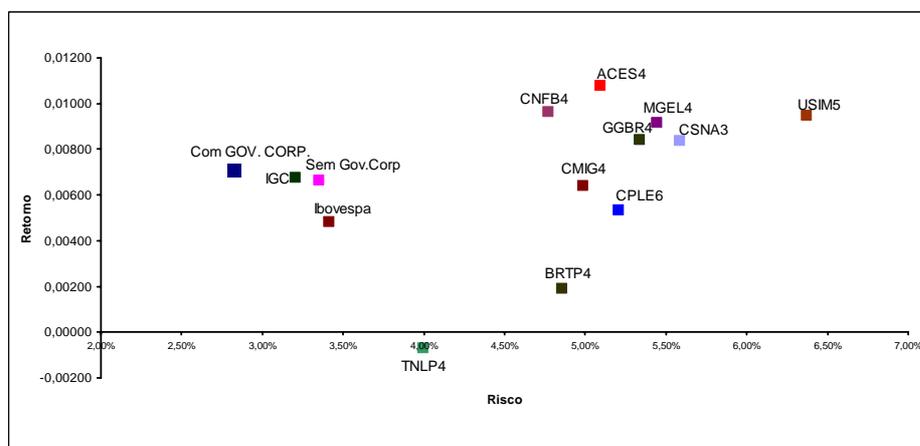


Figura 5. Retorno e Risco.

Análise das ações:

A média do retorno semanal da Gerdau é de 0,84207%. A Confab indica uma média de retorno de 0,96%, a Mgel é de 0,91%, a Cemig 0,63% e a Brasil T. Par 0,19%. E o risco das ações são altos, entre 4% a 5% conforme tabela 8.

Tabela 8. Dados estatísticos das empresas que adotam as práticas de Governança Corporativa.

GGBR4	CNFB4	MGEL4	CMIG4	BRTP4
Média	Média	Média	Média	Média
0,008421	0,009635	0,009152	0,006398	0,001917
0,84207%	0,96350%	0,91517%	0,63978%	0,19167%
Variância	Variância	Variância	Variância	Variância
0,00285	0,00228	0,00296	0,00249	0,00236
Desvio padrão				
0,05337	0,04771	0,05443	0,04988	0,04854

A média de retorno semanal das ações das empresas que não adotam as práticas diferenciadas de governança corporativa segue a tabela 9: a Usim apresenta média de 0,94%, a CSNA é de 0,83%, a média da Acesita é a maior dentre as empresas que não adotam as práticas, 1,07%. Já a TNLP indica o menor retorno médio se comparado com todas as ações, -0,071%, e por último a Copel com 0,53%.

Tabela 9. Dados Estatísticos das empresas que não adotam as práticas de Governança Corporativa.

USIM5	CSNA3	ACES4	TNLP4	CPLE6
Média	Média	Média	Média	Média
0,00947	0,008356028	0,010791357	-0,000710469	0,005338764
0,94670%	0,83560%	1,07914%	-0,07105%	0,53388%
Variância	Variância	Variância	Variância	Variância
0,00406	0,00312	0,00259	0,00160	0,00271
Desvio padrão				
0,06372	0,05585	0,05094	0,03999	0,05206

As ações das empresas que não adotam as práticas possuem retornos médios semanais com muita oscilação, algumas muito altas e outras muito baixas. Enquanto, as médias dos retornos semanais das empresas que adotam as práticas, com exceção da BRTP, possuem retornos altos.

O risco é medido pelo desvio-padrão, assim nota-se que, por exemplo, o maior risco dentre todas as ações é o da Usim de 0,0637, mas em contrapartida indica que esta ação também possui uma

das maiores médias de retornos semanais. Os riscos das outras ações variam entre 3% a 6% aproximadamente.

O risco das ações das empresas que não adotam são maiores se comparado com as empresas que adotam. As companhias que adotam as práticas incorrem certo risco, mas o retorno médio semanal são maiores.

As tabelas 10 e 11 indicam que todas as covariâncias são maiores que zero, ou seja, que as ações possuem uma mesma tendência, o que revela um aumento do risco.

Tabela 10. Covariância das ações com o Índice de Governança Corporativa

	IGC	GGBR4	CNFB4	MGEL4	CMIG4	BRTP4
IGC	0,00102					
GGBR4	0,00120	0,00283				
CNFB4	0,00057	0,00088	0,00226			
MGEL4	0,00048	0,00075	0,00038	0,00294		
CMIG4	0,00103	0,00113	0,00038	0,00052	0,00247	
BRTP4	0,00092	0,00107	0,00029	0,00052	0,00116	0,00234

Tabela 11. Covariância das ações com o IBOVESPA

	IBOVESPA	USIM5	CSNA3	ACES4	TNLP4	CPLE6
IBOVESPA	0,00116					
USIM5	0,00166	0,00404				
CSNA3	0,00136	0,00295	0,00310			
ACES4	0,00110	0,00187	0,00128	0,00258		
TNLP4	0,00104	0,00124	0,00102	0,00088	0,00159	
CPLE6	0,00113	0,00152	0,00116	0,00120	0,00099	0,00269

Segundo Laurence Jeffrey Gitman (2004, p.194), a correlação é a medida estatística da relação entre duas séries de números quaisquer. Desse modo, as tabelas 12 e 13 de correlação mostram que todas as companhias possuem uma correlação positiva entre si, o $\rho > 0$, logo os retornos das ações tendem a variar de maneira similar. Porém, a correlação sobe mais quando relacionada ao índice.

Tabela 12. Correlação das ações com o Índice de Governança Corporativa

	IGC	GGBR4	CNFB4	MGEL4	CMIG4	B RTP4
IGC	1					
GGBR4	0,70587	1				
CNFB4	0,37275	0,34805	1			
MGEL4	0,27654	0,26053	0,14625	1		
CMIG4	0,65015	0,42845	0,16097	0,19317	1	
B RTP4	0,59315	0,41711	0,12580	0,19701	0,48208	1

Tabela 13. Correlação das ações com o IBOVESPA

	IBOVESPA	USIM5	CSNA3	ACES4	TNLP4	CPLE6
IBOVESPA	1					
USIM5	0,76944	1				
CSNA3	0,71563	0,83339	1			
ACES4	0,63520	0,57831	0,45118	1		
TNLP4	0,76659	0,48910	0,45968	0,43682	1	
CPLE6	0,64177	0,46008	0,40094	0,45348	0,48043	1

E por último, com a finalidade de testar as informações obtidas acima, supõe-se que o investidor tenha formado estas carteiras no período de janeiro de 2004 até março de 2007 e investido em cada uma das carteiras mil reais. A figura a seguir mostra o comportamento dos retornos das carteiras:

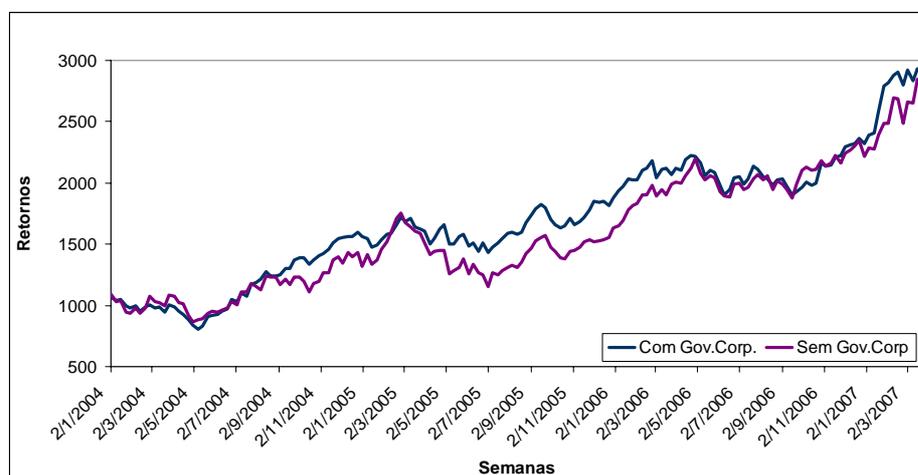


Figura 6. Retornos das carteiras.

Nas primeiras semanas a carteira composta por empresas que não adotam as práticas de governança garantiu ao investidor um retorno um pouco maior se comparado com a carteira composta por empresas que adotam as práticas, mas em outras semanas mostrou retornos abaixo da carteira formada por empresas que adotam as práticas de governança corporativa. Ao final do período os resultados obtidos foram: a carteira com empresas que adotam as práticas de Governança corporativa até março de 2007 teria se valorizado e o investidor estaria com R\$ 2.934,49 reais e se investido na outra carteira o investidor estaria com R\$2.868,64 reais.

A média da carteira das empresas que adotam as práticas é de R\$ 1.703,76, e da outra carteira que não adotam as práticas de governança corporativa é de R\$ 1.569,37.

CONCLUSÃO

O presente trabalho possibilitou a conclusão de que existe um diferencial de retorno e risco nas empresas que adotam as práticas de governança corporativa em relação a outras empresas que não adotam essas práticas, em virtude das informações adicionais, além das informações que já são exigidas, o que proporciona segurança ao investidor, um aumento da captação de recursos, assegura os investidores minoritários entre outros.

Os resultados obtidos confirmam a hipótese de que a carteira formada por empresas que adotam as práticas de governança corporativa possui um retorno semanal maior de 0,71044% e um risco por semana menor de 2,82%, enquanto a carteira das empresas que não adotam essas práticas teve um comportamento inverso, ou seja, retorno semanal menor de 0,6649% e risco por semana maior de 3,35%. Com variabilidades distintas de 0,000798 e 0,001124, respectivamente, o que significa que as empresas que não adotam as práticas possuem uma oscilação maior em torno de sua média.

Os ativos de maneira separada indicam médias semanais altas tanto para as empresas que adotam as práticas de governança corporativa quanto as que não adotam, ou seja, se assemelham por indicar médias altas, mas o risco incorrido pelo investidor por adquirir as ações de empresas que não adotam as práticas de governança corporativa são mais altas. Os riscos das ações das empresas que não adotam as práticas variam de 3% a 6% por semana e os riscos das que adotam, variando entre 4% a 5% por semana.

As ações e as carteiras, quando relacionadas com outras ações ou índices, mostraram um mesmo comportamento, ou seja, quando há uma valorização em um ativo o outro se comporta da mesma forma. Isso indica que os desempenhos dos ativos não se anulam, o que resulta em riscos elevados.

A criação de uma carteira (diversificar) proporciona riscos menores sem reduzir significativamente o retorno, visto que o investimento em uma única ação resulta em riscos elevados. O investidor pode também criar uma carteira com as mesmas ações que compõe os índices de mercado o IBOVESPA e ou IGC, logo sua carteira terá o mesmo comportamento do índice.

Por fim, em uma situação de investimento nas carteiras de mil reais em cada, no período de janeiro de 2004 até março de 2007 foi confirmado o maior desempenho de retorno da carteira formada por empresas que adotam as práticas de governança corporativa e que por esse motivo indicaram médias e uma evolução maiores e média um pouco menor pelas companhias que não adotam as práticas,

BIBLIOGRAFIA

- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- CALVACANTI, Francisco. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- CARVALHO, Fernando Cardim et al. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. Apresenta o Regulamento de Listagem. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em: 02 nov. 2006.
- _____. Apresenta o Regulamento de Práticas Diferenciadas Nível 1. Disponível em : <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>. Acesso em: 03 março 2007.
- _____. Apresenta o Regulamento de Práticas Diferenciadas Nível 2. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>. Acesso em: março 2007.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- FROYEN, Richard T. **Macroeconomia**. Tradução: Esther E. H.Herskovitz, Cecília C. Bartalotti. Revisão técnica: Roland V. Saldanha Jr. São Paulo: Saraiva, 2003.
- GITMAN, Laurence Jeffrey. **Princípios da Administração Financeira**. Tradução: Antônio Zoratto Sanvicente. 10.ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Apresenta Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>. Acesso em: 05 nov.2006
- _____.Apresenta Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=61&IDp=2>. Acesso em: 12 fev. 2007.
- KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Tradução: Márcio R. da Cruz. Revisado: Cláudio Roberto Contador. São Paulo: Atlas, 1982.
- PINDYCK, Robert S, RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.