

# Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose<sup>1</sup>

## *Analysis of the relation enters the index of corporative governança and the price of the actions of companies of the sector of paper and cellulose*

*José Odálio dos Santos<sup>2</sup>*

*Emerson Bazilio Pedreira<sup>3</sup>*

### Resumo

Com a evolução dos mercados, principalmente a partir da globalização, os investidores passaram a demandar informações mais detalhadas sobre a qualidade dos investimentos e financiamentos realizados pelas empresas. A transparência e solidez das informações publicadas pela empresas tornam-se, então, elementos ainda mais essenciais para que casos conhecidos de escândalos financeiros ou de inadequada governança corporativa não voltassem a ocorrer (exs.: Enrom, WorldCom, Tyco, Parmalat, entre outros). Tal prática não só contribuiria para a redução dos problemas de Assimetria de Informações, como também possibilitaria aos agentes investidores precificar mais adequadamente o custo de capital de suas transações. Neste trabalho, apresentamos as principais características da governança corporativa e os resultados de uma pesquisa estatística que analisa o comportamento dos preços das ações de empresas do setor de papel e celulose, após a inclusão no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). A tendência observada neste trabalho foi da valorização das ações após a adesão da empresa aos níveis diferenciados de governança corporativa que especialmente para o caso brasileiro, a existência de ações sem direito a voto se constitui em um incentivo para o acionista controlador buscar a melhora do desempenho operacional da empresa.

**Palavras-chaves:** governança corporativa, agência, risco, beta.

### Abstract

With the evolution of the markets, especially as of the globalization process, investors started demanding more detailed information about the quality of the investments and finances carried out by companies. The transparency and solidity of the information published by companies become essential elements, so that notorious cases of financial scandals or bad corporate governance cases do not occur again (like Enrom, WorldCom, Tyco, Parmalat, among others). Such practice not only would contribute towards the reduction of problems with Information Asymmetry, but would also enable investors to

<sup>1</sup> Recebido em 04 de setembro de 2004, aprovado em outubro de 2004.

<sup>2</sup> Doutor em Finanças pela FGV-SP, Professor associado dos cursos de finanças da graduação, pós-graduação (COGEAE) e mestrado da PUC-SP, e-mail: j.odalio@pucsp.br

<sup>3</sup> Mestrando em Administração pela PUC-SP, e-mail: eoliver@uol.com.br

calculate more accurately the capital cost of their transactions. In this paper, we introduce the main characteristics of corporate governance and the results of a statistic research that analyzes the behavior of stock prices of cellulose and paper companies, after the inclusion of the stocks in the Differentiated Corporate Governance Index (IGC, in Portuguese). The tendency observed in this research was the appreciation in value of the stocks after the company adopted differentiated indexes of corporate governance, which specially in the Brazilian case, the existence of nonvoting shares represents an incentive to the voting stockholder to pursue the improvement of the operational performance of the company.

**Keywords:** corporate governance, agency, risk, beta.

## Introdução

Governança corporativa é o sistema pelo qual os negócios das empresas são direcionados e controlados. Segundo Tirole (2001, p. 1), a definição padrão de governança corporativa dentre os economistas e juristas se refere à proteção dos interesses dos acionistas.

Define-se também governança corporativa como sendo um processo de conciliação das ambições e comportamentos das pessoas que administram uma corporação com seus objetivos a serem alcançados, sendo o mais significativo deles, segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 32), a maximização da riqueza dos proprietários.

O sucesso da governança corporativa depende da transparência nas informações, operações claras e bem definidas, prestação de contas e intenção e empenho dos administradores em atingir os resultados esperados pelos proprietários. Brigham e Weston (2000, p. 18) destacam que nem sempre os interesses dos proprietários e administradores são convergentes, ou seja, há conflitos de interesses em potencial entre (1) os principais (acionistas externos) e o agente (gerente) ou (2) entre os acionistas e os credores.

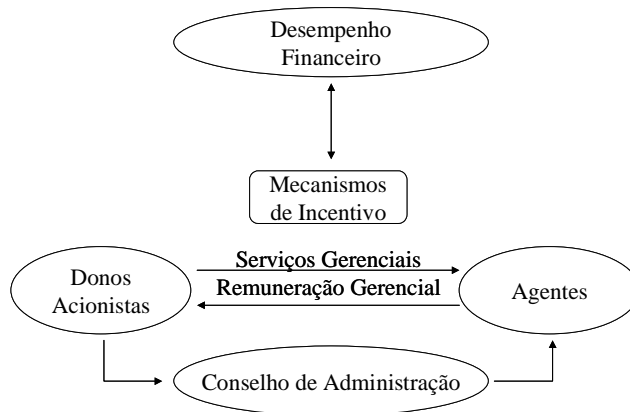
Gitman (2002, p. 7-28) alerta para o fato de que os administradores em geral concordam com a premissa de maximização do lucro para os acionistas, contudo em termos práticos, podem estar mais preocupados com seus próprios interesses, como: enriquecer, melhorar seu estilo de vida, garantir a perpetuidade no emprego, entre outras vantagens. Argumenta ainda que, tecnicamente, qualquer administrador que possua menos de 100% da empresa é, em certa medida, um agente dos outros proprietários.

Para eliminar ou minimizar os conflitos de agência, a estrutura da governança deve especificar a atribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da empresa – como os dirigentes, acionistas, conselho de administração e outros stakeholders – e detalhar as regras e procedimentos para tomada de decisões no que se refere a assuntos corporativos. Por fazer isso,

provê a estrutura pela qual os objetivos da companhia são definidos e os meios para atingir seus objetivos e monitorar seu desempenho.

Na Figura 1, apresentamos um fluxograma sintetizado, destacando as interações entre os principais protagonistas da governança corporativa e seus esforços mútuos para o alcance contínuo de desempenhos financeiros que superem ou, no mínimo, atinjam os resultados esperados pelos administradores e proprietários. Na primeira fase, os proprietários contratam os administradores para representá-los na gestão da empresa, pagando-lhes uma remuneração gerencial. A seguir, os administradores tem a tarefa de gerar desempenhos financeiros favoráveis, monitorá-los e formalizá-los a todos os proprietários e mercado.

**Figura 1:** Governança corporativa: protagonistas e transações



### Governança corporativa e desempenho financeiro

Para Van Horne (1995, p. 759), toda e qualquer empresa deve ser monitorada (intrinsecamente e em relação aos seus concorrentes) quanto a geração de lucro e agregação de valor a todos os seus supridores de capital. Assim, tem-se uma idéia mais adequada de seu desempenho financeiro e, conseqüentemente, da contrapartida gerada aos investidores, quer seja, na forma de remuneração de lucros ou perdas por prejuízos na atividade operacional.

Dentre os sinalizadores ou indicadores de desempenho contábil-financeiro monitorados pelos proprietários e demais supridores de capital à empresa, destacam-se os relacionados por Santos (2003, p. 84-99): liquidez, alavancagem, imobilização, rotatividade, lucratividade, rentabilidade, cobertura e relação preço/lucro.

A partir associação dessas informações quantitativas com as de caráter qualitativo (ex.: administração, clientes, fornecedores, concorrência, setor, riscos sistêmicos etc.), tem-se uma idéia da eficiência e eficácia dos gestores do negócio na geração de caixa para pagar os compromissos junto aos *stakeholders* (ex.: fornecedores, funcionários, debenturistas, bancos etc.) e *stockholders* (proprietários). Além desse compromisso, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 15), e Merton e Bodie (1999, p. 171) destacam que a maioria das companhias de capital aberto de hoje tem o objetivo declarado de criar valor para seus acionistas.

Para isso, é fundamental que tanto os donos quanto os agentes tenham acesso às mesmas informações para que possam precificar adequadamente suas recompensas ou prêmios por investir na empresa. Atribui-se, assim, importância à existência de sistemas de informações gerenciais que possibilitem o conhecimento imediato da posição de ativos, passivos e patrimônio líquido da empresa.

Não se disponibilizando informações confiáveis e nem se criando o ambiente para que todos os supridores de capital interajam, surgem as condições para as práticas de informação assimétrica e oportunismo que tanto interferem no custo de capital às empresas.

### Níveis de governança corporativa

A partir do dia 26 de junho de 2001, a BOVESPA inaugurou projeto voltado ao incentivo das práticas

de governança corporativa, que incluiu inicialmente a criação de níveis diferenciados de governança corporativa.

Estes níveis representam as Companhias Nível 1, cujas práticas prevêm melhorias na prestação de informações ao mercado, e Companhias Nível 2, que além das obrigações contidas no Nível 1, adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa e direitos adicionais aos acionistas minoritários.

#### Práticas necessárias para listagem no nível 1

- A empresa tem que ter *free float* (parcela de ações em circulação no mercado) de, pelo menos, 25%;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria das informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo negociação de ativos da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

#### Práticas necessárias para listagem no nível 2

Para uma empresa se enquadrar dentro das exigências do Nível 2, além de adotar todas as normas previstas do Nível 1, a companhia deverá cumprir algumas outras práticas de governança corporativa, tais como:

- Mandato unificado de 1 ano para todo Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- 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% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão, fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;

- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

## Novo mercado

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e aberturas adicionais de informações em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas. Essa é a premissa básica do novo mercado.

A entrada de uma empresa no novo mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do novo mercado, em relação à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. Porém, esta não é a única. Resumidamente, a companhia aberta participante do novo mercado tem como obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;

- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- 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 de negociação no novo mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a BOVESPA e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.

Índice de ações com governança corporativa (IGC)

A BOVESPA lançou o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, que tem por objetivo medir o desempenho das ações de empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 ou 2 (exceto se sua liquidez for considerada muito estreita).

Critério de ponderação

As ações constituintes da carteira do índice serão ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator será igual a dois para os papéis do Novo Mercado, um e meio para os papéis do Nível 2 e um para os papéis Nível 1.

A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

A base do IGC foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 25 de junho de 2001. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste).

A cada quadrimestre, ao final de abril, agosto e dezembro de cada ano, serão efetuadas reavaliações da carteira teórica do IGC para verificar se nenhuma empresa está ultrapassando o limite máximo de participação. Nessa ocasião, também poderão ser excluídas ações que não estiverem atendendo a requisitos mínimos de liquidez.

## Cálculo do índice

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

O IGC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

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

onde:

$\text{IGC}_{(t)}$  = valor do índice no dia  $t$ ;

$\text{IGC}_{(t-1)}$  = valor do índice no dia  $t-1$ ;

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

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

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

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

## Estudos relacionando governança corporativa e o preço das ações

Os resultados do estudo realizado por Gompers et al. (2003) nos Estados Unidos, feito em 1.500 empresas entre 1990 e 1999, claramente mostram que empresas bem governadas (*well-governed*) obtêm resultados mais expressivos na performance financeira e no preço de ações do que aquelas com governanças não adequadas (*poorly governed*). O autor do estudo salienta ainda que estes resultados devem encorajar os investidores em empresas americanas a considerar a governança corporativa em suas decisões.

Na Europa, estudo liderado por Drobetz et al. (2003), realizado na Alemanha, analisou o impacto da governança corporativa sobre o valor das ações no período de 1998 a 2002. O resultado foi surpreendente: as empresas bem governadas obtiveram resultados anuais

16,4% maiores em relação às empresas com pouca ou nenhuma governança.

No Brasil o trabalho de Carvalho (2003) adotou a abordagem de estudo de evento para a avaliação da migração (adesão das empresas do mercado tradicional para as melhores práticas de governança, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) sobre o preço das ações. O método consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando da migração e compará-los com os retornos de fato observados. O autor concluiu que a migração teve um efeito positivo sobre o preço das empresas.

Utilizando o índice Deminor Ratings (<http://www.deminor.org/>) e separando as empresas por decil, considerando decil 1 e 2 com boa governança e decil 9 e 10 como pouca ou nenhuma governança, Bauer et al. (2003) realizaram um estudo empírico para determinar se a governança corporativa influencia no valor da empresa e das ações, avaliando empresas européias entre 1997 e 2000. Conforme resultado do estudo, as empresas com boa governança obtiveram 2,97% a mais de retornos anuais.

Dada a importância do assunto para a comunidade acadêmico-empresarial, consideramos como oportuna a ocasião para desenvolver o trabalho para o setor de papel e celulose brasileiro e, quiçá, extrair conclusões quanto ao comportamento dos preços das ações das empresas selecionadas, após serem listadas no índice de governança corporativa.

## Metodologia

Para o desenvolvimento da pesquisa estatística e posterior levantamento de conclusões, selecionamos informações (preços históricos das ações) de empresas componentes do IGC, situadas no setor de papel e celulose, são elas: Votorantim (VCPA4), Ripasa (RPSA4), Suzano (SUZA4) e Aracruz (ARCZ3). Ao selecionarmos empresas de um único setor, consideramos que os resultados seriam mais confiáveis, uma vez que, desta forma, eliminamos a influência de empresas com características de atividades operacionais diferentes.

Devido ao fato de as empresas acima mencionadas terem migrado em datas distintas para o Nível 1 da BOVESPA, o período de estudo foi definido e calculado como sendo o número de dias decorridos entre a data de adesão da empresa ao Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA e a última data de tomada de cotação das ações no mercado, que foi dia 05 de março de 2004. Este período foi chamado de período pós-adesão. Uma vez



determinado o número de dias decorridos no período pós-adesão, utilizamos este mesmo intervalo de tempo para determinação do período pré-adesão, que foi calculado como sendo, a data que a empresa aderiu ao Nível 1 da Bolsa menos a quantidade de dias calculada para o período pós-adesão, determinando assim o início do período de estudo chamado do pré-adesão.

Este critério foi adotado com sendo o mais lógico para determinação dos períodos de estudo, para análise das ações antes e após sua migração para o Nível 1 de governança corporativa. Por último, confrontamos o desempenho das ações com os índices IGC e Ibovespa para verificarmos a existência de correlação.

Após a fundamentação teórica, o desenvolvimento do trabalho ocorreu através de um processo de pesquisa e levantamento de dados históricos das ações através de pesquisa pela Internet. Finalizado o processo de pesquisa deu-se início ao processo de tabulação e compilação dos dados, através da utilização de planilhas eletrônicas e softwares de banco de dados. Concluído o processo de tabulação das informações, iniciou-se o processo de cálculos dos retornos históricos das ações pesquisadas e de seus betas, tomando como base o cálculo dos valores de betas semestrais para cada corporação.

Após o levantamento dos resultados de retorno histórico médio semestral e dos valores de betas, deu-se início ao processo de análise dos resultados, bem como a geração de gráficos e quadros de comparação entre as empresas e os índices de mercado.

Com base nos dados disponíveis na BOVESPA, extraiu-se uma amostra da população de empresas ligadas a indústria de papel e celulose nacional. Na data da coleta de dados, a amostra contou com quatro empresas, das quais foram obtidos dados de cotação de suas ações.

Para efeito de equalização com relação aos valores das cotações das ações obtidos, os mesmos já incorporam em seus preços *splits* e distribuição de dividendos.

O período de estudo considerado teve início diferenciado para cada empresa e término em março de 2004, sendo utilizado um conjunto da ordem de mais de 3.600 registros, os quais representam as cotações diárias dos valores das ações das empresas pesquisadas. A eventual falta de informação sobre a cotação de uma determinada ação em um dia específico *i*, no qual todas as outras ações apresentavam cotação, foi considerado como sendo a cotação da ação no dia *i-1*, ou seja, do dia anterior.

## Resultados

Visando o estudo de empresas do setor de papel e celulose brasileiro com participação no Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA, utilizamos dados disponíveis de cotação de suas ações para buscar evidências do que ocorreu com os preços das mesmas, bem como o confronto do desempenho das ações em relação aos índices Ibovespa e IGC, antes e depois de suas adesões ao Nível 1 da BOVESPA.

Os dados relativos às quatro empresas pesquisadas são apresentados a seguir na Tabela 1:

**Tabela 1.** Empresas pesquisadas

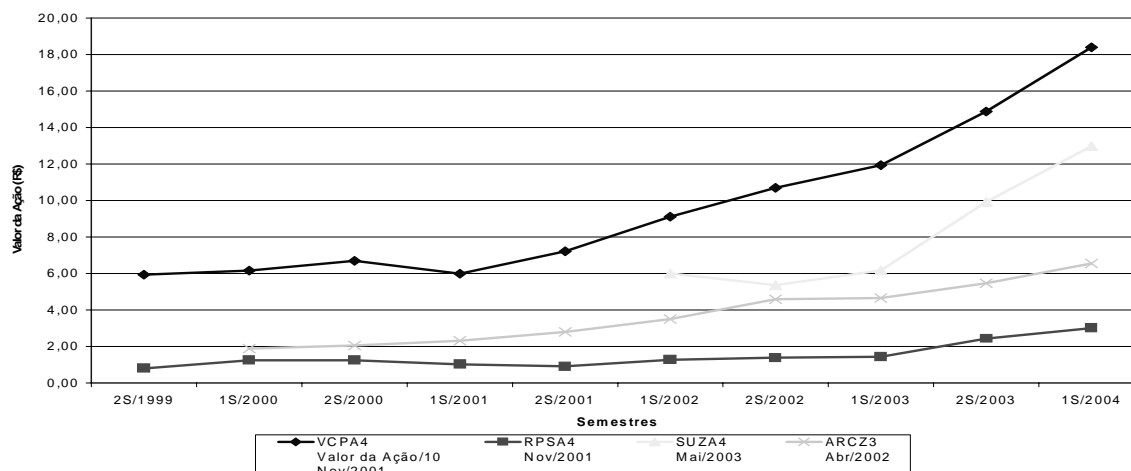
Razão Social	Data Adesão	Ação
Ripasa S/A Celulose e Papel	12-nov-01	RPSA4
Votorantim Celulose e Papel S.A.	14-nov-01	VCPA4
Aracruz Celulose S/A	16-abr-02	ARCZ3
Cia Suzano de Papel e Celulose	8-mai-03	SUZA4

Fonte: BOVESPA

Como podemos observar as companhias Ripasa e Votorantim migraram para o Nível 1, logo após sua criação pela BOVESPA, sendo logo seguida pela empresa Aracruz e por último pela Suzano.

O Gráfico 1 apresenta, de forma compilada, o desempenho em termos de valorização do preço das ações das quatro empresas pesquisadas. Para o caso específico da ação da Votorantim denominada VCPA4, a cotação de sua ação teve o valor dividido por dez, para que fosse possível captar em um único gráfico a valorização do preço das ações de cada empresa após sua respectiva adesão ao Nível 1 da BOVESPA.

**Gráfico 1. Evolução do preço das ações das quatro empresas em conjunto**



Fonte: BOVESPA

Destacamos que as curvas apresentadas no Gráfico 1 apresentam durações distintas pelo fato de as empresas estudadas terem aderido ao Nível 1 em datas distintas. Portanto para efeito de equalização tomamos períodos de tempos equivalentes para avaliação dos preços de suas ações antes e depois da migração.

A Tabela 2 apresenta de forma resumida a valorização percentual do preço das ações para cada uma das empresas no período pré e pós-adesão. Na média a valorização dos preços das ações no período pré-adesão foi de 51,4%, enquanto no período pós-adesão a valorização média foi de 159,0%.

**Tabela 2. Valorização bruta e percentual das ações**

Descrição	Votorantim	Ripasa	Suzano	Aracruz
Início Período <b>Pré Migração</b>	R\$ 55,00	R\$ 0,55	R\$ 6,00	R\$ 1,70
Final Período Pré Migração	R\$ 82,00	R\$ 0,99	R\$ 6,00	R\$ 3,00
Valorização Bruta Pré Migração	R\$ 27,00	R\$ 0,44	R\$ 0,00	R\$ 1,30
<b>Valorização Percentual Pré Migração</b>	<b>49,1%</b>	<b>80,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>76,5%</b>
Início Período <b>Pós Migração</b>	R\$ 82,90	R\$ 0,97	R\$ 5,98	R\$ 3,10
Final Período Pós Migração	R\$ 200,80	R\$ 3,01	R\$ 14,45	R\$ 7,50
Valorização Bruta Pós Migração	R\$ 117,90	R\$ 2,04	R\$ 8,47	R\$ 4,40
<b>Valorização Percentual Pós Migração</b>	<b>142,2%</b>	<b>210,3%</b>	<b>141,6%</b>	<b>141,9%</b>

Fonte: BOVESPA

Analisando os mesmos dados sob uma perspectiva diferente, observamos que a média de valorização diária

das ações de cada uma das quatro empresas, no período total, foi conforme apresentado na Tabela 3:

**Tabela 3.** Valorização média diária do preço das ações no período total de estudo

Descrição	Votorantim	Ripasa	Suzano	Aracruz
Valorização Percentual (%)	0,16%	0,18%	0,25%	0,20%

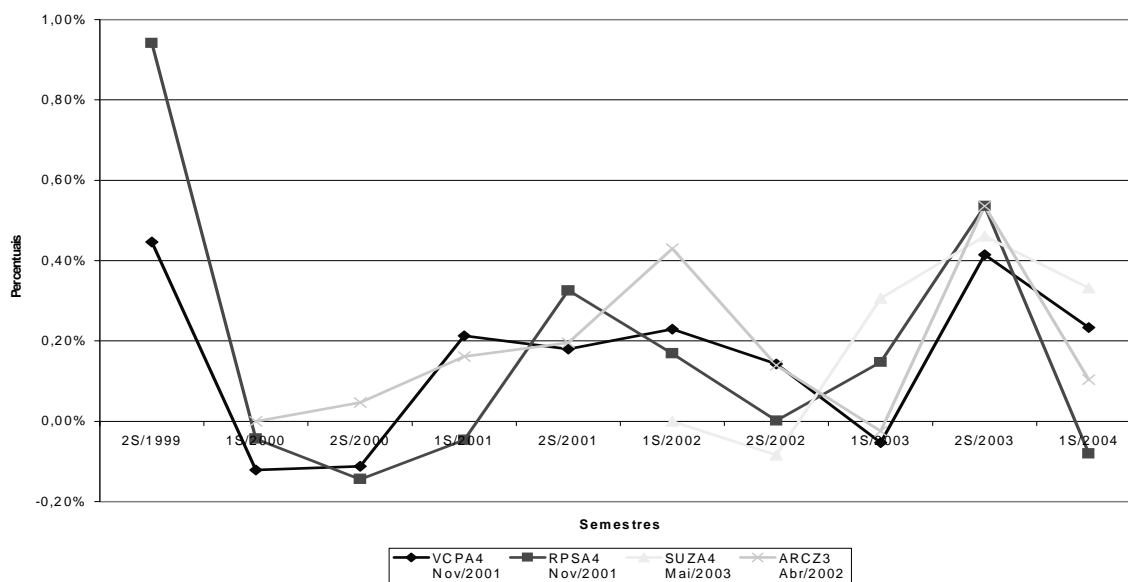
Fonte: BOVESPA

Constatamos, com isso, que todas as empresas apresentaram desempenhos favoráveis com a listagem e, conseqüentemente, maior transparência e confiabilidade de suas informações disponibilizadas ao mercado investidor. Aliada a listagem, cabe também destacar que os favoráveis indicadores de desempenho no mercado de capitais, no período, também foram influenciados pelos principais C's do crédito dessas empresas: caráter (idoneidade), capacidade (administração), capital (situação contábil-financeira) e condições (exposição protegida aos fatores sistêmicos ou macroeconômicos). Além disso, todas as empresas se beneficiam por produzirem produtos essenciais à

atividade econômica, ou seja, de alta rotatividade, que possibilitam a geração contínua de fluxos de caixa operacionais.

Com relação à variação percentual no ganho médio semestral de capital das ações das empresas pesquisadas, os dados são apresentados no Gráfico 2. Após a análise do mesmo podemos inferir que as informações corroboram com os dados apresentados na Tabela 3, demonstrando que de maneira geral o comportamento em termos de ganho de capital médio sobre o valor das ações das empresas pesquisadas apresentaram comportamento crescente.

**Gráfico 2.** Variação percentual no ganho médio semestral das ações



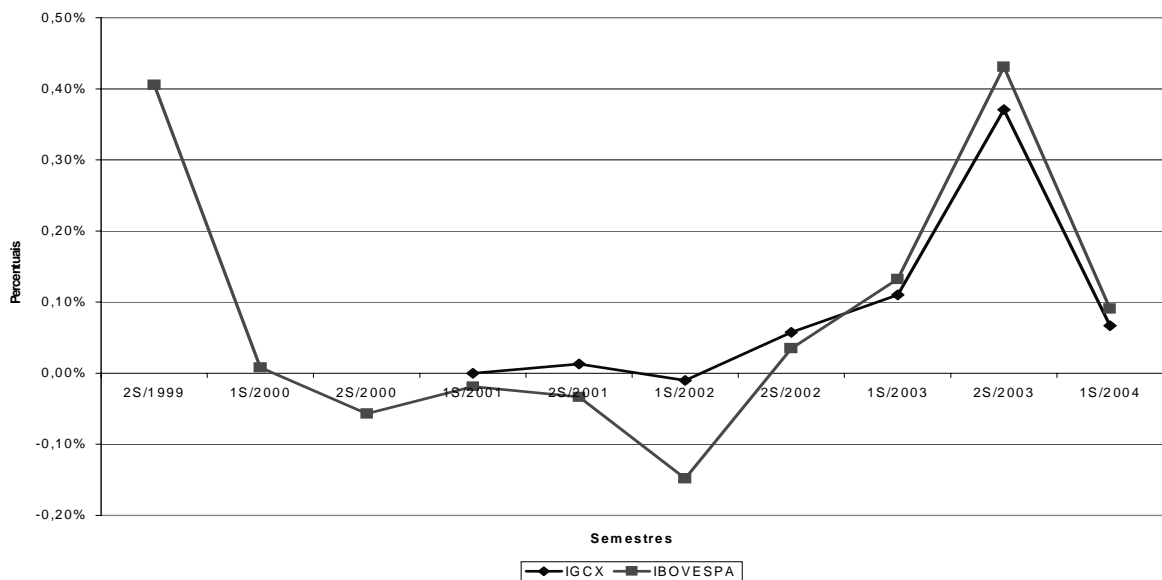
Fonte: BOVESPA

Da mesma maneira percebemos que as evoluções da variação percentual e do acompanhamento da média semestral dos índices IGC e Ibovespa também

apresentaram comportamentos similares durante o período de estudo, conforme Gráficos 3 e 4.

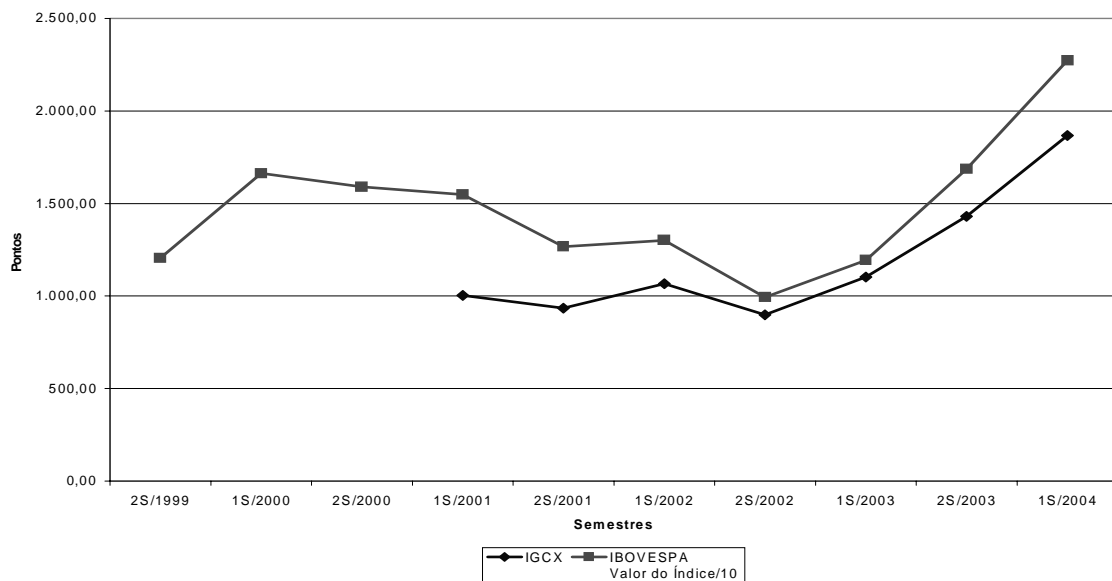


**Gráfico 3.** Variação percentual dos índices IGC e Ibovespa



Fonte: BOVESPA

**Gráfico 4.** Acompanhamento da média semestral dos índices IGC e Ibovespa



Fonte: BOVESPA

No Gráfico 4 para que também ficasse nítida a evolução do índice IGC com o índice Ibovespa, os valores de Ibovespa foram divididos por dez.

Portanto, apesar de os índices Ibovespa e IGC representarem carteiras distintas de investimento, de uma maneira geral os índices apresentaram variação

percentual muito próxima ao longo do tempo, o que é mostrado a seguir na Tabela 4, onde apresentamos graus de correlação entre o índice Ibovespa e IGC, os quais, segundo classificação adotada por Fama e Grava (2000), classificam-se como fortemente correlacionados.

**Tabela 4.** Grau de correlação entre o IGC e Ibovespa no período de Jun/2001 a Mar/2004

Descrição	Grau de Correlação
Correlação sobre o Valor Percentual dos Índices IGX e Ibovespa	0,97
Correlação sobre o Valor Absoluto dos Índices IGX e Ibovespa	0,95

Fonte: BOVESPA

Isto posto, partimos então para a análise e observação de outro ponto importante neste trabalho, que é o confronto entre o desempenho das ações das empresas pesquisadas com os índices Ibovespa e IGC, através do estudo e interpretação do grau de correlação entre os retornos históricos obtidos sobre as ações da Votorantim, Ripasa, Suzano e Aracruz, e com os betas de mercado representados pelos índices Ibovespa e IGC.

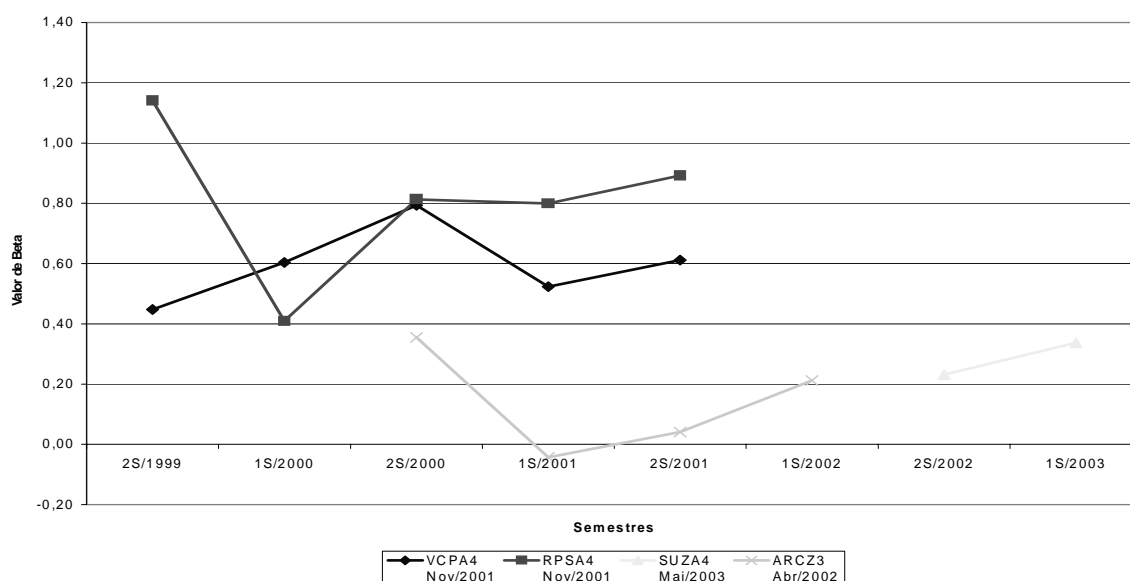
Para isso, procedemos com o cálculo e levantamento dos valores de beta para o período pré-adesão, utilizando o índice Ibovespa, e para o período pós-adesão utilizando o índice IGC.

O resultado do cálculo do valor de beta semestral

e sua evolução, para cada um dos períodos pré e pós-adesão são apresentados nos Gráficos 5 e 6, a seguir.

O Gráfico 5 capta a evolução do valor de beta para as empresas Votorantim e Ripasa no período compreendido entre o segundo semestre de 1999 e o segundo semestre de 2001. Para o caso da empresa Aracruz a evolução do valor de beta tem início no segundo semestre de 2000 e término no período semestre 2002, data esta que a empresa Aracruz aderiu ao Nível 1 de governança corporativa. Já para a empresa Suzano, os valores de beta para o período pré-adesão apresentam dois únicos valores, visto que a adesão da Suzano ao Nível 1 é recente, tendo ocorrido em maio de 2003.

**Gráfico 5.** Valores semestrais de beta em relação ao Ibovespa

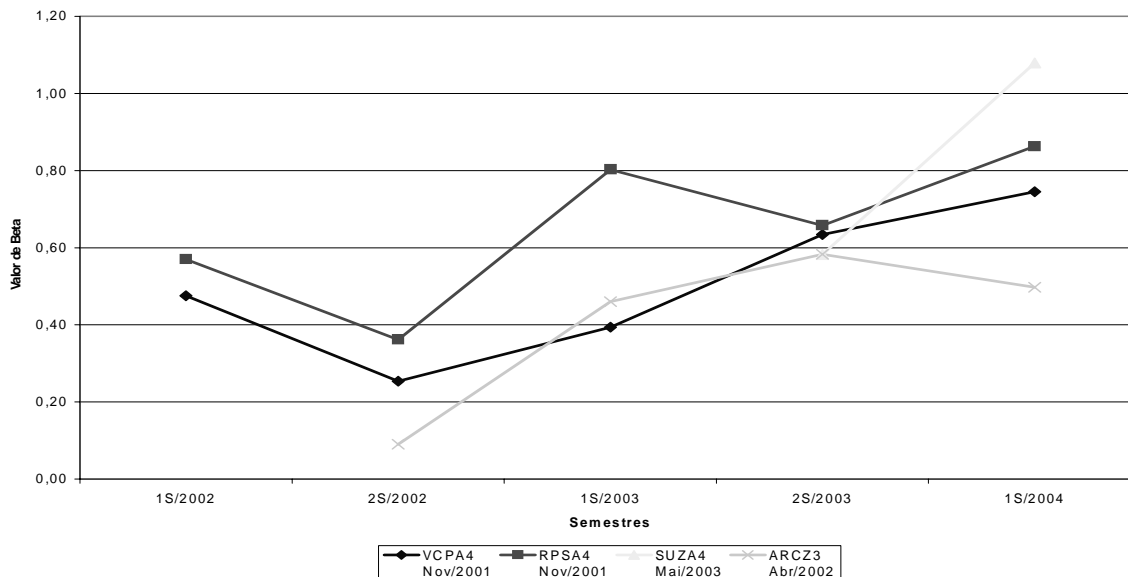


Fonte: BOVESPA

O Gráfico 6, por sua vez, apresenta informação semelhante ao Gráfico 5, porém considera os valores de beta para cada uma das empresas pesquisadas após

sua adesão ao Nível 1 de governança corporativa da BOVESPA, calculada com base no índice IGC.

**Gráfico 6:** Valores semestrais de beta em relação ao IGC



Fonte: BOVESPA

As informações dos valores de beta para cada uma das empresas pesquisadas, no período antes e após adesão ao Nível 1, estão compiladas na Tabela 5 a seguir.

**Tabela 5.** Valores médios semestrais de Beta para cada empresa

Descrição	Votorantim	Ripasa	Suzano	Aracruz
Beta Médio no Período <u>Pré Migração</u> com Base Índice Ibovespa	0,60	0,81	0,28	0,14
Beta Médio no Período <u>Pós Migração</u> com Base no Índice IGCX	0,50	0,65	0,83	0,41

Fonte: BOVESPA

Uma vez que as empresas Suzano e Aracruz aderiram ao IGC, mais recentemente, nossa análise baseou-se nos resultados das empresas Votorantim e Ripasa, as quais foram incluídas no índice no mesmo ano de sua criação em 2001. Se considerássemos que a adesão ao IGC tornou as empresas mais atraentes aos investidores, também poderíamos assumir que seus betas declinariam, face à menor exposição aos riscos sistêmicos ou exógenos.

## Considerações finais

Os dois principais objetivos desta pesquisa foram (1) calcular o ganho ou retorno médio do valor das ações das empresas do setor de papel e celulose brasileiro, antes e após sua adesão ao Nível 1 de governança corporativa e (2) confrontar o desempenho de suas ações com os índices Ibovespa e IGC e verificar a existência ou não de correlação.

Para isso analisamos a valorização bruta e percentual do preço das ações de quatro empresas da indústria de papel e celulose listadas no Nível 1 da BOVESPA: Ripasa S/A Celulose e Papel, Votorantim Celulose e Papel S.A., Aracruz Celulose S/A e Cia Suzano de Papel e Celulose.

Constatamos que para todas as empresas pesquisadas o valor de suas ações sofreu significativa valorização após a data de migração para o Nível 1.

Paralelamente, quando foi analisado o comportamento dos índices Ibovespa e IGC, foi constatado que, para ambos os índices, seus comportamentos ao longo do período de pesquisa foram semelhantes, apresentando alto grau de correlação positiva e indicando que, apesar de terem sido criados para carteiras distintas, ambos captam o mesmo efeito do mercado.

Na seqüência do estudo, calculamos os valores de beta para cada uma das ações das empresas pesquisadas, e também obtivemos como resultado as constatações já propostas e apresentadas por Ross, Stephen e Westerfield (2002, p. 262), de que o beta médio do setor representa uma boa estimativa para o beta das empresas deste segmento.

A tendência observada de valorização das ações após a adesão da empresa aos níveis diferenciados de governança corporativa, vem de encontro ao resultado obtido por Rocha (2003, p. 91), onde o autor explica que, especialmente para o caso brasileiro, a existência de ações sem direito a voto se constitui em um incentivo para o acionista controlador buscar a melhora do desempenho operacional da empresa, visto que, caso isso não ocorra, o pagamento de dividendos aos acionistas detentores de ações preferenciais ficará comprometido, o que pode vir a causar uma percepção negativa do mercado sobre o desempenho da empresa, fazendo com que os investimentos na empresa se diluam.

Este trabalho teve também como objetivo contribuir para os estudos teóricos e de pesquisa quanto aos efeitos da adesão ao Nível 1 de governança corporativa no ambiente brasileiro. Seu resultado não pretende esgotar os assuntos sobre este tema porém corrobora para que novas pesquisas sejam realizadas (para outros setores e

com extensão temporal) com o intuito de aprimorar a análise e conclusões quanto aos efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa no mercado nacional.

## Referência bibliográfica

- BAUER, R.; GÜNSTER, N.; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, October 2003. p. 1-24.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Níveis diferenciados de Governança Corporativa. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002a.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Novo Mercado. Versão posterior à lei 10.303 e ICVM 358. Maio, 2002b.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.
- BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 1030 p.
- CAETANO, J. R. A Agenda do Equilíbrio. *Revista Exame*, São Paulo, ano 37, edição 789, p.70, 9 abr. 2003.
- CAMPBELL, T. L.; GRIERSON, P. R.; TAYLOR, D. M. *Principles of accounting*. Harcourt Brace Jovanovich College Publishers. p. 201-221, 1989.
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v.37, n.3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- CARVALHO, A. G. Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA. *Seminário PUCRJ*, nov. 2003.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p.
- CORE, J. R.; HOLTHAUSEN; ARCKER, D. A. Corporate governance, CEO compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, n.51, p. 371-406, 1999.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership. *Journal of Political Economy*, n.93, p. 1155-1177, 1985.
- DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management (EFM)*, January 2003. p. 1-36.
- ELSAS, R.; EL-SHAER, M.; THEISSEN, E. Beta and returns revisited: evidence from the German stock market. *Frankfurt. Johann Wolfgang Goethe University*, v.47, December 1999. p. 1-31.
- FAMA, E. F.; FRENCH K. R. The cross-section of expected stocks returns. *The Journal of Finance*, v.47, n.2, p.427-465, June 1992.
- FAMA, E. F.; FRENCH K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, n.33, p.3-56, 1993.

- FAMÁ, R; KAYO, E. K. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. Caderno de Pesquisa em Administração. São Paulo: FEAUSP, v.2, n.5, 2o sem./1997.
- FAMÁ, R; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital: as discussões persistem. Caderno de Pesquisa em Administração. São Paulo: FEAUSP, v.1, n.11, 1o trim./2000.
- FINANCE YAHOO. Disponível em <<http://table.finance.yahoo.com>>. Acesso em: 07 março 2004.
- FILHO, O. M. Governança corporativa. Administração em Pauta, v.1, n.1, 2003.
- FÜERST, O.; KANG, S. H. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. Yale School of Management, January 2000. p. 1-38.
- GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira. 7. ed. São Paulo: Habra, 2002. 841 p.
- GOMPERS, P. A.; ISHII J. L.; METRICK A. Corporate governance and equity prices. The Quarterly Journal of Economics, n.118, p. 107-155, 2003.
- GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em <<http://ibgc.org.br>>. Acesso em: 25 fevereiro 2003.
- INDEXFUNDS. Interview with Kenneth French. Disponível em: <<http://www.indexfunds.com/articles>>. Acesso em: 10 dezembro 2003.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. Journal of Financial Economics, v.3, n.4, p. 305-360, 1976.
- LEITE, H. P.; SANVICENTE, A. Z. Índice BOVESPA: um padrão para os investimentos brasileiros. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1995. 140 p.
- MATHIESEN, H. Corporate governance i store firmaer: Starten på et ph.d projekt, (Corporate Governance in Large Firms: The Beginning of a Ph.D. Project) artikel i MINT 26, Juni. 1997.
- McCONNELL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, n.27, p, 595-612, 1990.
- MERTON, R. C.; BODIE, Z. Finanças. Porto Alegre: Bookman, 1999. 436 p.
- MIKKELSEN, H. O. The relation between expected return and beta: a random resampling approach. Los Angeles. University of Southern California, December 2001. p. 1-25.
- OKIMURA, R. T. M. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil, 2003. 120 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração financeira. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.
- SANTOS, J. O. Análise de crédito. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003. 307 p.
- SERRA, A. C. C. Experiências de governança corporativa / Harvard Business Review. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 218 p.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. Journal of Finance, v.52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, 2002. 152 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- TIROLE, J. Corporate governance. In: Econometrica, v.69, n.1, p. 1-35, January 2001.
- VAN HORNE, J. C. Financial management and policy. 10. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. 858 p.