

Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”

Faculdade de Ciências e Letras de Araraquara

Departamento de Economia

O impacto da adesão aos diferentes níveis de Governança Corporativa para o desempenho econômico e financeiro de um segmento de empresas.

Leandro Tadeu de Araújo Lopes

Prof. Dra. Ana Elisa Périco

(Orientadora)

ARARAQUARA - SP

2014

LEANDRO TADEU DE ARAÚJO LOPES

O IMPACTO DA ADESÃO AOS DIFERENTES NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA PARA O DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO
DE UM SEGMENTO DE EMPRESAS.

Monografia apresentada à Faculdade de Ciências e Letras - UNESP, Departamento de Economia - Campus Araraquara, como requisito para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Prof. Dra. Ana Elisa Périco.

ARARAQUARA - SP

2014

LEANDRO TADEU DE ARAÚJO LOPES

O IMPACTO DA ADESÃO AOS DIFERENTES NÍVEIS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA PARA O DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO
DE UM SEGMENTO DE EMPRESAS.

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e
Letras de Araraquara

Data: ___/___/___

Nota: _____

Banca Examinadora:

Prof. Dra. Ana Elisa Périco

Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

AGRADECIMENTOS

Aos funcionários e docentes da Unesp, em especial à Prof. Dra. Ana Elisa Périco por orientar meus estudos, pelo aprendizado e dedicação à pesquisa.

Aos meus amigos conterrâneos, Murilo de Andrade, Felipe Estrella e Thiago Estrella, que apesar da distância sempre estiveram presentes na minha vida, apoiando e incentivando meus estudos.

Agradeço meus colegas de curso que contribuíram para esse momento, Rafael Rossi, Lucas Lamark, Melquias Sobral, Dário Queiroz, Jaqueline Bonny, Thiago Juanito, Danielle Mota, Jéssica Aiello, Mayara Garcia, Marjorie Badin, Rafael Canotilho, Victor Hugo, Melissa Araujo e Cintia Coutinho. Em especial ao meu amigo Anderson Nakasato pelo forte laço de amizade e irmandade.

Aos amigos que tive a felicidade de conhecer em Araraquara, Melisa Serafim, Marcelo Morales Iuna Sanches, Flávio Moraes, Marília Schatzer Pedro Klein, Taina Justos, Natalia Inocente, Matheus Merlo, Bruna Dandara, Felipe Guioti, Larissa Sposito, Ana Carolina, Geander Barbosa, Sarana Custódio, Juliane Gonzaga e Amanda Bueno.

Aos amigos Sérgio Muknicka, Matheus Ramos e Camila Benjamim, por compartilharem momentos de alegrias, pelo zelo e por me fazerem acreditar que chegaria ao final desta etapa.

Agradeço a todas moradoras da “casa amarela”, Licia Fagotti, Giovanna Isis, Amália Caseto e Giuliana Garcia. Obrigado por todas conversas, troca de sorrisos e companheirismo. A amizade que estabelecemos e a particularidade de cada uma de vocês me fizeram uma pessoa melhor.

Agradecimentos especial à Nayla Perez, pelo carinho, confiança, amizade e sobretudo amor. Ao final desse ciclo, tive o fado de ter te conhecido, sua força, garra, perseverança e vontade de viver são inspirações para minha vida.

Tão difícil quanto essa monografia, foi tentar descrever o que sinto por vocês, minha família. Meu pai, Reginaldo Tadeu Lopes e minha mãe Maria das Graças, agradeço igualmente vocês pelo amor e carinho por mim e pelos meus irmãos Dante e Juliana. Obrigado por proporcionar esse momento, por me orientarem ao longo da minha vida e pela motivação. Vocês são a luz que irradia minha vida.

SUMÁRIO

RESUMO	6
ABSTRACT	7
1. INTRODUÇÃO.....	8
1.1. Objetivos da pesquisa e formulação do problema.....	10
1.2. Metodologia de pesquisa.....	10
2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	13
2.1. Subsistema Normativo	14
2.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)	15
2.1.2. Banco Central (Bacen)	15
2.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	16
2.1.4. Banco do Brasil (BB).....	16
2.1.5. Caixa Econômica Federal (CEF).....	17
2.1.6. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).....	18
2.2. Subsistema de Intermediação.....	18
2.2.1. Instituições financeiras bancárias.....	19
2.2.2. Instituições financeiras não bancárias	20
2.2.3. Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE).....	20
2.2.4. Instituições não financeiras	20
2.2.5. Instituições auxiliares.....	21
3. MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITOS, ESTRUTURA E O CENÁRIO BRASILEIRO	22
3.1. BM&FBOVESPA.....	26
3.1.1. Títulos comercializados e índices.....	27
4. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	31
4.1. Concepções e objetivos.....	31
4.2. Valores e princípios	33
4.3. Níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA	36
5. ANÁLISE EMPÍRICA.....	39
5.1. Análise e discussão dos resultados	46
5.1.2. Análise financeira: estrutura de capital e liquidez.....	49
5.2. Mercado de ações	53
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

RESUMO

A importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico brasileiro, atrelada à fragilidade de um arcabouço teórico na temática, justificam o desenvolvimento dessa pesquisa. Os agentes que atuam no mercado de capitais buscam segurança e confiança para a tomada de decisão dos seus investimentos, nesse sentido buscou-se abordar os conceitos e valores da Governança Corporativa para integralizar o mercado de capitais brasileiro. A Governança Corporativa, em sua essência, é o sistema pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo a relação entre acionistas e conselho administrativo das empresas, bem como um conjunto de mecanismos e fatores que visam minimizar as falhas de mercado. Com intuito de confirmar se a adesão a um sistema de Governança Corporativa mais avançado pode resultar em um desempenho econômico-financeiro favorável, foram investigadas empresas que atuam no segmento financeiro (intermediação, serviços diversos e seguradoras), listadas pela BM&FBOVESPA. A bolsa de valores classifica os sistemas de Governança Corporativa em três níveis: Nível 1 (rudimentar), Nível 2 (intermediário) e Nível Novo Mercado (avançado). Para auferir o impacto dos diferentes níveis de Governança Corporativa para o resultado das empresas selecionadas, foram calculados e analisados índices contábeis de rentabilidade, estrutura de capital e liquidez a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), ano base 2011, 2012 e 2013.

Palavras-chave: Governança Corporativa, mercado de capitais, análise do segmento financeiro

ABSTRACT

The importance of the capital market to Brazilian economic development, linked to the the fragility of a theoretical framework on the issue, case for developing this research. The agents operating in the capital market seek security and confidence for decision making on their investment in that sense we seek to address the concept and values of Corporate Governance to pay in the Brazilian capital market. The Corporate Governance, in its essence, is the system by which companies are directed and monitored, involving the relationship between shareholders and the board of companies, as well as a set of mechanisms and factors intended to minimize market failures. Seeking to confirm adherence to a more advanced system of corporate governance can result in a favorable financial performance, companies were investigated operating in the financial sector (intermediation, various services and insurance), listed by BM&FBOVESPA. The stock market ranks the corporate governance systems in three levels: Level 1 (rudimentary), Level 2 (intermediate) and New Market Level (advanced). To earn the impact of different levels of Corporate Governance for the outcome of the selected companies were calculated and analyzed accounting ratios of profitability, capital structure and liquidity from the Standardized Financial Statements (DFP), base year 2011, 2012 and 2013.

Keywords: Corporate Governance, capital markets, financial sector analysis

1. INTRODUÇÃO

O aumento da competitividade global acelerou a importância de estudos voltados para o mercado de capitais. Por fatores históricos e institucionais o mercado de capitais brasileiros se tornou um mecanismo frágil e pouco desenvolvido. Entretanto, o Brasil vem passando por profundas transformações na estrutura desse mercado, favorecendo tanto os agentes que nele atuam como a economia brasileira em geral.

No meio da década de 90, junto com a estabilização das taxas de juros (SELIC) e controle inflacionário da economia brasileira, as empresas atuantes no mercado de capitais brasileiros modificaram seu entendimento e postura no que tange a adesão de financiamentos, alternando antigos métodos de obtenção de crédito, para financiamento via abertura de capital (CAVALCANTE, 2008).

O ambiente empresarial e corporativo globalizado exigem que as empresas busquem atualização, modernização, pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e melhorias nos processos, aumentando sua competitividade no mercado. Como elemento dinamizador para resolver os paradigmas das empresas na atualidade, as bolsas passam a ocupar lugar de destaque na conjuntura econômica atual, como local onde se gerenciam capitais e desempenhando operações financeiras (PINHEIRO, 2007).

A BM&FBOVESPA, responsável por manter a realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários no Brasil, em mercado livre e aberto, especifica alguns dos principais benefícios para abertura de capital de uma empresa: maior acesso a capital, motivando as empresas a captar recursos dos investidores para financiar seus projetos de investimento; permite aumento da liquidez patrimonial da empresa; ações como pagamento em aquisições, sem precisar descapitalizar a empresa; indicador de avaliação do negócio; melhoria da imagem institucional.

Especialmente no Brasil, o processo de abertura de capital traz vantagens adicionais, determinadas principalmente por nossa conjuntura econômica com altas taxas de juros e restrições ao crédito de longo prazo. Em suma, a única fonte de financiamento com um custo competitivo e a longo prazo é via BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social). Historicamente as taxas de juros praticadas são maiores que o retorno médio dos ativos das empresas nacionais, inviabilizando seu crescimento (ASSAF NETO, 2008).

Entretanto, nem todas as necessidades podem ser satisfeitas com a abertura de capital, cabe-nos exemplificar algumas das desvantagens. Destaque para os custos

associados a abertura de capital, à remuneração do capital a novos acionistas (dividendos) e os custos relacionados com a administração de um sistema de divulgação de informação ao mercado sobre as atividades da empresa (PINHEIRO, 2007).

A disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos. Para que essa transferência de recursos seja eficiente, depende fundamentalmente da confiança dos investidores em relação à viabilidade econômico-financeira do investimento. A confiança dos investidores depende de fatores amplos e subjetivos, destaque para: proteção ao risco, infraestrutura dos empreendimentos, direitos de propriedades embasados em leis e garantia do cumprimento dos contratos (SILVEIRA, 2004).

Com a participação mais efetiva, nas últimas décadas, dos agentes no mercado de capitais brasileiro atrelado com fatores subjetivos da confiança dos investidores, emergem um novo tipo de conceito em administração financeira, empresas e organizações preocupadas em promover readequação de sua estrutura de controle, separando a propriedade e a gestão empresarial. Deste modo, surge nas empresas brasileiras o que comumente definiremos de Governança Corporativa (CAVALCANTE, 2008).

A Governança Corporativa, em sua essência, é o sistema pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo a relação entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal (IBGC, 2009). Bem como um conjunto de mecanismos e fatores que visam minimizar as falhas do mercado financeiro, primordialmente de capitais, aumentando a probabilidade dos investidores garantir para si o retorno sobre o investimento (SILVEIRA, 2004).

Para Andrade e Rossetti (2009), a Governança Corporativa pode contribuir em três principais fundamentos para o desenvolvimento tanto das corporações como do país, ao influenciar:

- I. Empresas: melhora da imagem institucional, aumento da liquidez e da valorização das ações, menor custo de capital;
- II. Investidores: garantia dos direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e acompanhamento, menores riscos;
- III. Mercado de capitais: alternativa viável de capitalização, aumento de emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

1.1. Objetivos da pesquisa e formulação do problema

Com o intuito de selecionar uma temática que envolvesse um debate em alguns pontos substancial para sociedade, a escolha do tema Governança Corporativa se justifica pelo fato de possuir relação e implicação com o avanço do mercado de capitais brasileiro (perspectivas futuras) e, também, para o desenvolvimento econômico do país.

Para Silveira (2004), as discussões sobre governança corporativa partem da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em suma, a indagação básica das pesquisas sobre o tema é desvendar se o desempenho econômico-financeiro das empresas é determinado por mecanismos externos ou internos de Governança Corporativa. O tema vem ganhando cada vez mais destaque no mundo acadêmico e corporativo, principalmente com o aumento da participação de investidores no mercado de capitais e pelas exigências de livre informação nesse mercado. No entanto, há pouco arcabouço teórico ou evidências empíricas claras e conclusivas sobre o assunto.

A BMF&FBOVESPA, companhia que desenvolve papel fundamental para disseminação do mercado de capitais no Brasil, ao administrar os mercados organizados de títulos, valores mobiliários, contratos derivativos e garantir liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes, lançou em dezembro do ano de 2000 o Novo Mercado (NM) e os níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1 e Nível 2), conhecidos como segmentos especiais de listagem. A partir desse momento, os níveis de governança corporativa passam a ser um mecanismo com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro e atender a necessidade de segmentos diferenciados para diferentes perfis das empresas. Por meio dessa medida procurou-se dar maior transparência ao mercado de capitais, como forma de atrair novos investidores e, conseqüentemente, aumentar o volume de comercializações e transações das empresas listadas (BM&FBOVESPA, 2005).

1.2. Metodologia de pesquisa

A questão central dessa pesquisa foi assim definida: A adesão nos diferentes níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) pode influenciar no resultado econômico-financeiro das empresas analisadas?

Pretende-se responder essa questão através de uma investigação utilizando método de abordagem indutiva, com mecanismo empírico-analítico. No raciocínio indutivo, a conclusão origina-se de observações de casos da realidade concreta. As

constatações particulares levam à elaboração de generalizações (MARCONI; LAKATOS, 1985).

A BMF&FBOVESPA disponibiliza no seu *site* a lista de todas as empresas listadas, separando-as por setor econômico, subsetor e listagem. Para a análise, utilizaremos empresas inseridas no setor denominado “Financeiro e Outros”. Visto que o objetivo da pesquisa é analisar as empresas com listagem nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa, desconsideram-se as empresas inseridas no mercado tradicional. A escolha por esse segmento decorre que nesse se encontra um número balanceado de empresas nos três níveis de governança. Analisaremos 3 empresas no nível 1 (N1), 3 empresas no nível 2 (N2) e 4 empresas no Novo Mercado (NM).

A Figura 1 apresenta o recorte das empresas analisadas na pesquisa com o seu setor econômico, subsetor, segmento e listagem.

Figura 1. Lista das empresas analisadas e classificação setorial das empresas e fundos negociados na BM&FBOVESPA

SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM	
			CÓDIGO	SEGMENTO
Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	Bancos		
		ABC BRASIL	ABCB	N2
		BANRISUL	BRSR	N1
		BICBANCO	BICB	N1
		BRADESCO	BBDC	N1
		BRASIL	BBAS	NM
		DAYCOVAL	DAYC	N1
		INDUSVAL	IDVL	N2
		ITAUSA	ITSA	N1
		ITAUNIBANCO	ITUB	N1
		PANAMERICANO	BPNM	N1
		PARANA	PRBC	N1
		PINE	PINE	N2
		SANTANDER BR	SANB	N2
	SOFISA	SFSA	N2	
		Serviços Financeiros Diversos		
		Gestão de Recursos e Investimentos		
		TARPON INV	TRPN	NM
		Serviços Financeiros Diversos		
		BMFBOVESPA	BVMF	NM
		CETIP	CTIP	NM
		CIELO	CIEL	NM
	Previdência e Seguros			
	Seguradoras			
	BBSEGURIDADE	BBSE	NM	
	PORTO SEGURO	PSSA	NM	
	SUL AMERICA	SULA	N2	
	Corretoras de Seguros			
	BR INSURANCE	BRIN	NM	

Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

Para auferir o impacto dos diferentes níveis de governança corporativa no desempenho econômico-financeiro das empresas selecionadas, foram calculados os índices econômicos e financeiros a partir das demonstrações financeiras através de índices. Índice nada mais é do que a relação entre contas ou grupo de contas dos demonstrativos financeiros, evidenciando determinada situação econômico-financeira das empresas.

Os dados para elaboração das análises dos índices foram coletados através das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) localizadas no *site* das BM&FBOVESPA, ano base 2011, 2012 e 2013. A DFP contempla todas as variáveis das empresas necessárias para calcular os índices: ativos, passivos, capital próprio e demonstração de resultado.

Para avaliar a situação econômica das empresas foram utilizados os índices de rentabilidade (margem líquida, rentabilidade do ativo, rentabilidade do patrimônio líquido). Na avaliação de desempenho financeiro foram utilizados os índices de estrutura de capital (endividamento, composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido) e liquidez (liquidez geral, liquidez corrente, liquidez seca).

“O importante não é o cálculo de grande número de índices, mas de um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de profundidade desejada da análise” (MATARAZZO, 2010, p. 82).

2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

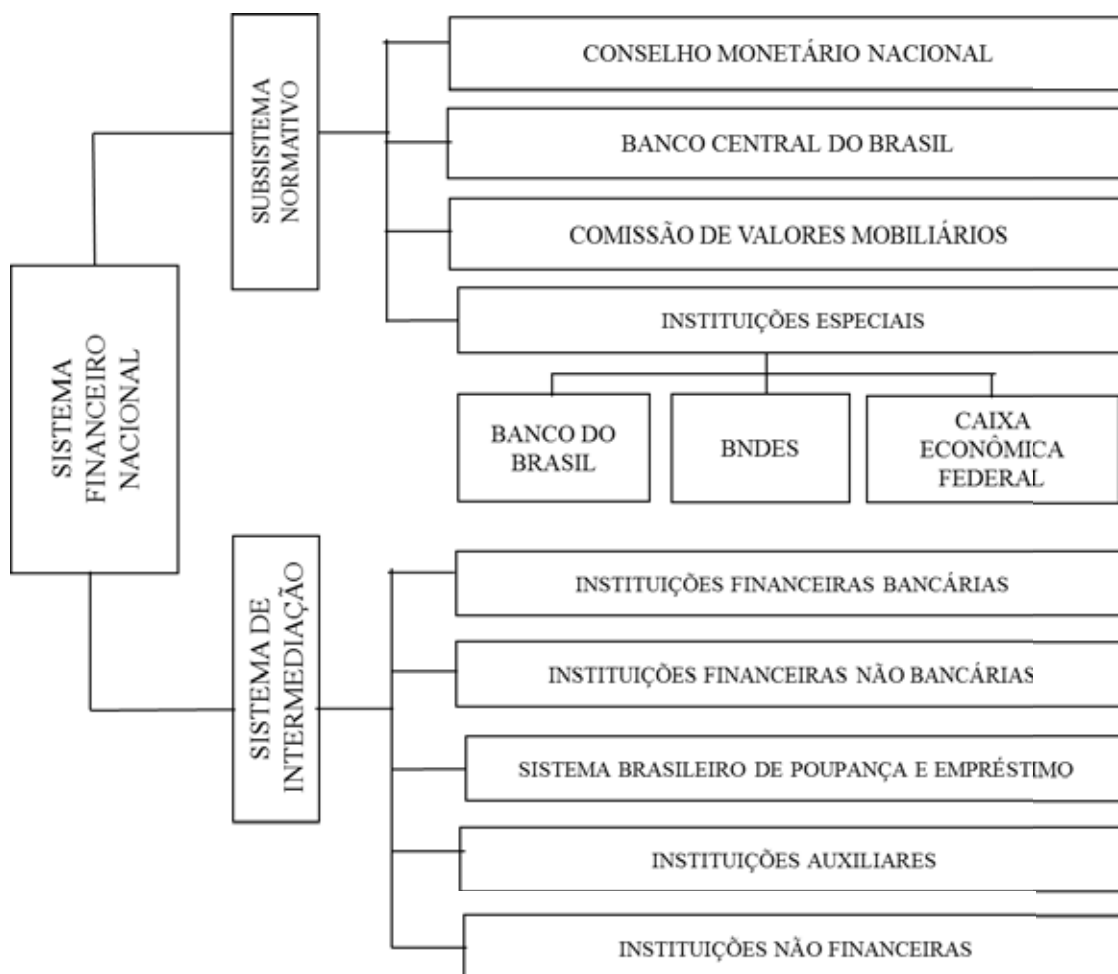
O Sistema Financeiro de um país é composto por um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com intuito de transferir a poupança de unidades superavitárias, ou seja, cuja renda é maior do que seus gastos, até o investimento demandado pelas unidades deficitárias, aquelas cuja oportunidade de gastos é maior do que sua renda. Em síntese, pode-se dizer que as principais funções de um sistema financeiro na economia são: promover a poupança; arrecadar e concentrar a poupança em grandes volumes; transformar a poupança em créditos especiais; encaminhar os créditos às atividades produtivas; gerenciar as aplicações realizadas e manter um mercado para elas (PINHEIRO, 2007).

A partir de 1964 o Sistema Financeiro Nacional (SFN) passou por uma reestruturação. Assim, foi editada uma série de leis que possibilitou seu reordenamento. Cronologicamente, são elas: Lei da Correção Monetária (4.357/64); Lei do Plano Nacional da Habitação (4.380/64); Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (4.595/64); Lei do Mercado de Capitais (4.728/65); Lei da CVM (6.385/76); Lei das S.A.s (6.404/76); Nova Lei das S.A. (10.303/01), decreto 3.996 e Medida Provisória 8 (ambos de 31/10/2002); Resolução CMN 3.040, de 28/11/2002 e seu regulamento anexo; Lei n.º 11.639/07 e Lei 11.941/09 (FORTUNA, 2008).

O SFN é formado por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas e pode ser subdividido em entidades normativas e operativas (intermediação).

A Figura 2 apresenta a estrutura do Sistema Financeiro Nacional e a relação entre as instituições.

Figura 2. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: ASSAF NETO, 2008.

2.1. Subsistema Normativo

O subsistema normativo é aquele que cria normas para orientação do funcionamento do sistema como um todo. É responsável pela definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem função executiva. São instituições com jurisdição específicas e utilizam de instrumentos técnicos para tomada de decisões (ASSAF NETO, 2008). Devem desempenhar funções com a máxima eficiência para que sejam alcançadas as políticas de moeda e de crédito, objetivando o progresso econômico e social do país (PINHEIRO, 2007).

No Brasil as instituições normativas do SFN são: Conselho Monetário Nacional (CMN), Banco Central do Brasil (Bacen), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), Conselho Nacional de

Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC).

2.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional, sendo o responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país (ASSAF NETO, 2008).

Com a medida provisória n. 542, de 06/94, o CMN passou a ser composto por três membros: Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e Presidente do Banco Central. Criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o CMN foi efetivamente instituído em 31 de março de 1965. Deste modo, é de sua competência:

- Adaptar o volume dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- Regular o valor interno da moeda, prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa;
- Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas ou privadas, de forma a garantir condições favoráveis ao desenvolvimento equilibrado da economia nacional;
- Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, de forma a tornar mais eficiente o sistema de pagamento e mobilização de recursos;
- Zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras;
- Coordenar as políticas monetárias creditícia, orçamentaria, fiscal e da dívida pública interna e externa;
- Estabelecer metas de inflação.

2.1.2. Banco Central (Bacen)

O Bacen é uma entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, criada para atuação como órgão executivo. Incumbe-se de cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação atual e as normas emitidas pelo CMN (CAVALCANTE, 2008).

O Bacen atua como: Banco dos bancos (compulsório e redesconto); gestor do Sistema Financeiro Nacional (normatiza, autoriza, fiscaliza e intervém); agente de autoridade monetária (controla fluxos e liquidez monetários); banco de emissão (emite e controla fluxos de moeda); e agente financeiro do governo (financia o Tesouro Nacional, administra a dívida pública, depositário das reservas internacionais) (CAVALCANTE, 2008).

2.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, com responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover a expansão, o desenvolvimento e funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, sob orientação do CMN (PINHEIRO, 2007). Sua funcionalidade abrange três importantes segmentos do mercado: i) instituições financeiras do mercado; ii) companhias de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão encontram-se em negociação em Bolsa de Valores e mercado de balcão; iii) investidores, à medida que é seu objetivo atuar de forma a proteger seus direitos (ASSAF NETO, 2008).

No subsistema normativo, enquadram-se três outras instituições financeiras que apresentam caráter especial no Sistema Financeiro Nacional, assumindo responsabilidades próprias e relacionando-se com vários outros segmentos do mercado financeiro, são elas: Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e Caixa Econômica Federal.

2.1.4. Banco do Brasil (BB)

O Banco do Brasil, sociedade anônima de capital mista, desempenha função especial no sistema normativo do SFN, além de exercer função de banco comercial, o Banco do Brasil assume a posição de agente financeiro do Governo Federal e de Banco de Investimento e Desenvolvimento.

Enquanto Banco Comercial desenvolve atividades análogas a outros bancos comerciais, mantém contas correntes de pessoas físicas e jurídicas, opera com caderneta de poupança, concessão de crédito (curto prazo), executa operações de descontos, entre outras funções relativas a um banco comercial (ASSAF NETO, 2008). Ao desempenhar funções de agente financeiro do Governo Federal e Banco de Investimento e

Desenvolvimento, o Banco do Brasil se coloca como uma importante instituição para a implantação de políticas públicas elaboradas pelos entes federativos. Na atribuição de agente financeiro, sob supervisão do CMN, conforme organograma elaborado anteriormente, opera recolhimentos de tributos e as rendas federais, realiza pagamentos que constam no orçamento da União, recebe depósitos compulsórios e voluntários das demais instituições financeiras, executa política de preços mínimos de produtos agropecuários, podendo ainda executar políticas de comércio exterior do Governo, adquirindo ou financiando bens de exportação e ser o agente pagador e recebedor no exterior (ASSAF NETO, 2008)

Como Banco de Investimento e Desenvolvimento está autorizado a financiar atividades rurais, comerciais, industriais e de serviços (Banco de Investimento), fomenta a economia de diferentes regiões, fortalece o setor empresarial do país por meio de apoio a setores estratégicos, atendendo as suas necessidades de crédito (Banco de Desenvolvimento) (PINHEIRO, 2007).

2.1.5. Caixa Econômica Federal (CEF)

A Caixa Econômica Federal executa atividades características de bancos comerciais e múltiplos, como recebimentos de depósitos à vista e a prazo, cadernetas de poupança, concessões de empréstimos a financiamentos, entre outras. Difere dos demais bancos comerciais, assim como Banco do Brasil, por possuir relação estreita com Governo Federal.

Considerada como uma instituição financeira pública, autônoma, a Caixa Econômica Federal atua com o objetivo social na execução de políticas creditícia do Governo Federal. Dentre as funções que a CEF desempenha no Governo Federal, podemos destaca-la como principal agente do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) (ASSAF NETO, 2008).

O SFH foi criado em 1964 com o objetivo fomentar o crescimento do segmento de construção civil no país atrelado a financiamento da casa própria, principalmente para classe de baixa renda, facilitando o acesso a casa própria. Os recursos para o SFH são originados, primordialmente, do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), cadernetas de poupança e fundos próprios dos agentes financeiros (ASSAF NETO, 2008).

A CEF possui outras atribuições com exclusividade, são elas:

- Administrar os serviços das loterias federais;

- Constituir-se no principal arrecadador do FGTS;
- Possui monopólio das operações com penhor, empréstimos garantidos por bens de valor e alta liquidez (joias, metais preciosos, pedras preciosas, etc.)

2.1.6. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

Criado pela Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952 o BNDES nasceu com objetivo de ser a autarquia do Governo Federal, emissor de papel moeda e órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico. Durante a década de 1980 a instituição passa a atuar em novos campos, integrando preocupações sociais à política de desenvolvimento, refletiu na mudança de seu nome para BNDES.

O objetivo central do BNDES é o de reequilibrar e fomentar, por meio de várias linhas de crédito voltadas para os setores industriais e sociais, as organizações consideradas de interesse ao desenvolvimento do país (ASSAF NETO, 2008). O decreto nº 4.418, de 11 de outubro de 2002, capítulo I (da natureza, finalidade, sede e duração), diz:

“Art. 3º O BNDES é o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País. Art. 4º O BNDES exercitará suas atividades, visando a estimular a iniciativa privada, sem prejuízo de apoio a empreendimentos de interesse nacional a cargo do setor público” (BRASIL. Lei nº 4418, de 11 de outubro de 2002).

O BNDES possui quatro subsidiárias (empresas controladas por outra): Finame (Agência Especial de Financiamento Industrial), voltada para financiamento de máquinas e equipamentos industriais a empresas nacionais; Embramec (Mecânica Brasileira S.A.), impulsiona o processo de substituição de importações de bens de capital; Fibrasa (Insumos Básicos S.A, financiamento e participações), desenvolve empreendimentos nacionais voltados para à produção de insumos básicos; Ibrasa (Investimentos Brasileiros S.A.), visa reforçar a capitalização da empresa nacional participando, como acionista minoritário, do capital social (ASSAF NETO, 2008).

2.2. Sistema de Intermediação

O subsistema de intermediação, conhecido também como operativo, é composto por instituições (bancárias e não bancárias) que atuam em operações de intermediação

financeira. O subsistema foi estruturado em cinco grupos de instituições (Figura 1): bancárias, não bancárias, sistema de poupança e empréstimo (SBPE), auxiliares e instituições não financeira (ASSAF NETO, 2008).

2.2.1. Instituições financeiras bancárias

As Instituições financeiras bancárias que recebe fundos das entidades superavitárias e os concede em crédito às deficitárias, mediante empréstimos e compra de títulos. Englobam os bancos comerciais, bancos múltiplos e caixas econômicas.

As instituições financeiras bancárias são procuradas, primordialmente, por exercer função de: oferecer contas de depósitos que podem ajustar-se às características de montante e liquidez desejadas pela maior parte das unidades superavitárias; movimentar os fundos recebidos concedendo empréstimos pelas unidades deficitárias; diversificar seus empréstimos entre numerosas unidades deficitárias, permitindo absorver melhor a inadimplência dos empréstimos. Em função disso elas podem ser caracterizadas também pela finalidade de emissor de moeda escritural (PINHEIRO, 2007).

Os bancos comerciais são instituições de caráter público ou privado, constituídas na sua maioria por sociedade anônima (S.A.). Constitui a base do subsistema de intermediação ou subsistema operativo, por possuírem faculdade de criar sob efeito multiplicador, a moeda escritural que é definida pelos depósitos a vista confiados a essas instituições, podendo ser classificada como instituições monetárias (PINHEIRO, 2007). Suas atividades e funcionamento são reguladas e fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen). É através dessa regulação que o sistema bancário controla a liquidez na economia, fazendo uso de instrumentos operação de mercado, redesconto, requerimentos mínimos de reserva sobre os depósitos à vista e a prazo (CAVALCANTE, 2008).

Bancos múltiplos possuem licença para operarem com um amplo pacote de serviços bancários, exercendo atividades como um banco comerciais, realizando operações de câmbio e investimento, financiamento ao consumidor e outros serviços. Eles surgem com a resolução número 1.524 do Conselho Monetário Nacional, de 21/09/1988. São criados com o objetivo de desburocratizar o sistema financeiro, permitindo que a mesma instituição tenha personalidade própria e opere em uma única razão social diversas carteiras de atividades, modificando o sistema de conglomerados financeiros (PINHEIRO, 2007).

2.2.2. Instituições financeiras não bancárias

De forma sucinta as instituições financeiras não bancárias são aquelas que operam ativos financeiros não monetários, não sendo permitido a emissão de moeda escritural e impossibilidade de captar depósitos à vista. São instituições financeiras não bancárias os bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedade de arrendamento mercantil, sociedades de crédito, investimento e financiamento, cooperativas de crédito e sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos.

Com a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, foram ajustadas as bases para a criação dos bancos de investimento, visando proporcionar o surgimento de instituições mais poderosas e dotadas de maiores recursos, operando com depósitos e empréstimos a prazos superiores a um ano. Em suma o objetivo central dos bancos de investimentos é a operação de financiamento a médio e longo prazo para suprir as necessidades de formação de capital fixo ou de movimento de empresas do setor privado (PINHEIRO, 2007).

2.2.3. Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)

O sistema brasileiro de poupança e empréstimo (SBPE) é integrado pelos bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, pelas caixas econômicas, pelas sociedades de crédito imobiliário e pelas associações de poupança e empréstimo. A captação de recursos dessas instituições é identificada principalmente pelas cadernetas de poupança e pelos fundos provenientes do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) e são destinadas pelos menos 75% de sua captação para financiamentos imobiliários.

2.2.4. Instituições não financeiras

São instituições não financeiras as sociedades de fomento comercial ou mercantil (*factoring*) e seguradoras. Estas primeiras são empresas comerciais (não financeiras) que operam por meio de aquisições de duplicatas, uma espécie título de crédito servindo de instrumento de prova do contrato de compra e venda. O *factoring* não é considerado uma operação financeira de crédito e sim uma transferência do crédito da empresa produtora para o *fator*, uma aquisição definitiva dos valores recebíveis, possuem como fonte de recursos os fundos próprios e empréstimos bancários (ASSAF NETO, 2008).

As companhias seguradoras estão inseridas no Sistema Financeiro Nacional por possuírem a obrigação de investir parte de suas reservas no mercado de capitais. São constituídas por Sociedades Anônimas, especializada em assumir risco, ou seja, obrigação de pagar o segurado, recebendo para isso antecipadamente.

2.2.5. Instituições auxiliares

São constituídas pelas bolsas de valores, sociedades distribuidoras, sociedades corretoras e os agentes autônomos de investimento. Dentre as instituições mencionadas, cabe destaque para a bolsa de valores e sociedades corretoras, pois possuem papel primordial para intermediação de recursos financeiros.

As bolsas de valores são associações sem fins lucrativos, onde os patrimônios são constituídos de títulos patrimoniais adquiridos por seus membros, as sociedades corretoras. Deve manter um local organizado com controle e fiscalização para perfeita operação dos títulos e valores mobiliários de pessoas jurídicas públicas e privadas. (ASSAF NETO, 2008).

A essência para existência de uma bolsa de valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos, sendo obrigatório a divulgação de todas as operações realizadas dentro do menor prazo e da maior amplitude possível. A bolsa de valores autorizada a operar no Brasil é a BM&FBOVESPA.

As sociedades corretoras são instituições que efetuam, com exclusividade, a intermediação financeira nos pregões da bolsa de valores, das quais são associadas mediante a aquisição de um título (ASSAF NETO, 2008). Os principais objetivos das sociedades corretoras consistem em: promover ou participar de lançamentos público de ações, administrar e custodiar carteiras de títulos e valores mobiliários, organizar e administrar fundos e clubes de investimentos, efetuar operações de intermediação de títulos e valores mobiliários, por conta própria e de terceiros e prestar serviços de assessoria técnica em operações do mercado financeiro.

3. MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITOS, ESTRUTURA E O CENÁRIO BRASILEIRO

Torna-se cada vez mais necessário compreender a funcionalidade do mercado de capitais, devido à sua importância para o desenvolvimento econômico do país. Os agentes (empresas, indivíduos e instituições financeiras) buscam o mercado de capitais para consumação de seus propósitos. As empresas buscam recursos não-exigíveis para viabilizar seus investimentos, maximizando sua competitividade global. Os agentes individuais procuram poupança a longo prazo, em um contexto de baixa taxa de juros. E, por fim, as instituições financeiras necessitam gerenciar as carteiras de portfólios dos seus clientes (PINHEIRO, 2007).

“O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas” (PINHEIRO, 2007, p. 130).

É também por meio do mercado de capitais que a economia é capaz de municiar recursos permanentes, em virtude, primordialmente, da ligação que possui entre os que têm capacidade de poupança (investidores) e aqueles desprovido de recursos a longo prazo (déficit de investimento). Em suma, para o mercado de capitais proporcionar crescimento aos agentes, é necessário a expansão dos investimentos. Para viabilizar esses investimentos, políticas públicas de poupança devem ser conduzidas para esse objetivo.

Segundo Pinheiro (2007), são três formas para associar a poupança ao investimento:

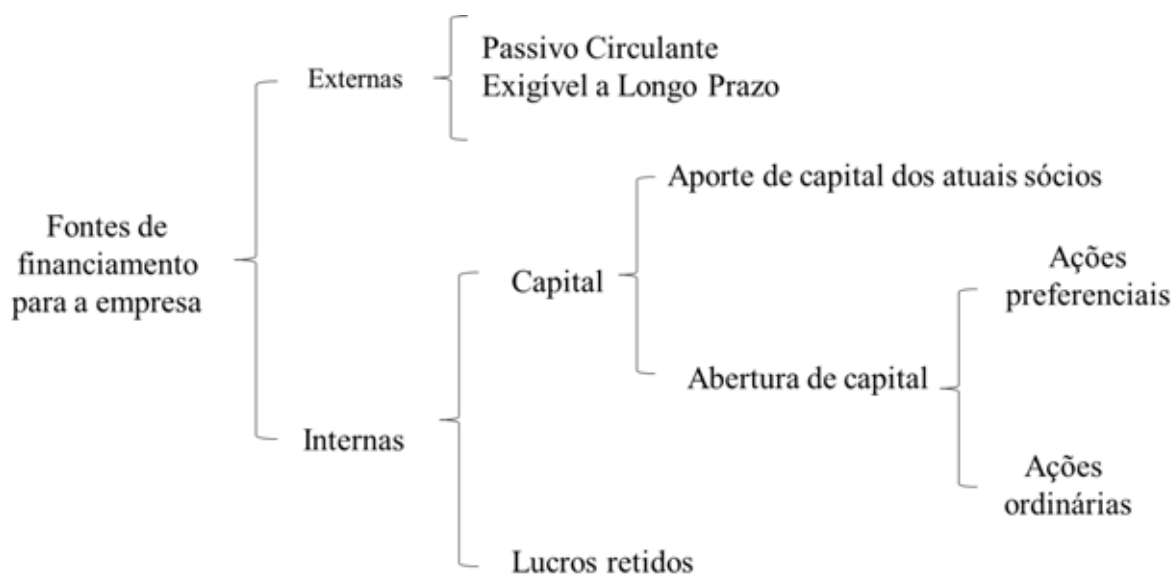
- I. Autofinanciamento: em que as empresas geram internamente seus próprios recursos;
- II. Governo: quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança;
- III. Financiamento por meio de mercados financeiros.

Analisando essas três formas de associação, é possível concluir que a primeira, apesar de ser a mais simples, nem sempre é a mais fácil de se conseguir, pois

comumente as empresas não dispõem de um conjunto de elementos (amortizações, provisões e resultados líquidos) para seu autofinanciamento. A segunda, em função das limitações políticas e distorções, é a mais difícil. Já a terceira é comprovadamente a mais eficiente (PINHEIRO, 2007).

A empresa, principalmente em fase de crescimento, necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão. Para isso pode recorrer por fontes de financiamentos externas e internas, conforme apresentado na Figura 3.

Figura 3. Fontes de financiamento para a empresa



Fonte: PINHEIRO, 2007

A captação de recursos por meio de fontes externas aumenta o nível de endividamento da empresa e o risco de cobertura. O lucro operacional da empresa deve ser dividido em três agentes econômicos: o governo, proprietários e credores. Quando a empresa não produz lucro operacional o governo não poderá tributá-lo e os proprietários não terão o que receber, entretanto os credores devem ser pagos. Para honrar seus compromissos com os credores a empresa utiliza de seu capital de giro e isso pode levar a empresa a uma crise de liquidez (PINHEIRO, 2007).

No momento em que a empresa necessita fortalecer sua base de capital próprio, nem sempre os atuais acionistas são capazes de tal feito, é nesse sentido que a abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas, o mercado primário cumpre

seu papel de obter novos sócios e canalizar seus recursos para a execução de projetos de investimentos (PINHEIRO, 2007).

Para o IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais), o Brasil experimentou, a partir de 2002, um significativo crescimento no mercado de intermediação financeira/bancário e extensão de crédito. A relação crédito privado/PIB do Brasil era de 50% (2012), e evoluiu significativamente nos últimos anos. Entretanto quando comparado com outros países onde o mercado de capitais é mais difundido, esse número ainda é moderado. Em países como os EUA, essa proporção alcança entre 60% e 70% do PIB; na Alemanha está em aproximadamente 100% e no Japão, na faixa de 200%. Esses dados são de junho de 2012 (IBMEC, 2014).

“A economia brasileira, como um todo, vem sofrendo ainda os efeitos da crise mundial e novos caminhos têm sido buscados para permitir ao Brasil se posicionar entre as economias que irão liderar o crescimento econômico mundial do século XXI. Temos todas as condições para exercer esse papel, mas teremos que reequacionar o binômio poupança-investimento. Sem o aumento da formação de poupança de longo prazo não teremos como aumentar nossos investimentos de longo prazo. O regime de concessões de serviços de infraestrutura, e o crescimento das empresas nacionais, desde as menores empresas, geradoras de inovação, às maiores empresas com grandes projetos de expansão, são oportunidades que se apresentam para esses investimentos via mercado de capitais” (IBMEC, 2008, p. 4).

Figura 4. Indicadores do Mercado de Capitais no Brasil

INDICADOR	2002	2007	30/09/2008
Capitalização de mercado (R\$ bilhões)	438	2.478	1.788
Capitalização de mercado/PIB	32%	97%	86%
Volume diário de operações (BOVESPA) (R\$ milhões)	600	4.900	5.907
IPOs – número	1	64	4
IBOVESPA (pontos – mil)	11,3	63,9	49,5
Companhias no nível mais alto de governança (Novo Mercado)	2	92	101
Clubes de Investimento (formados)	250	2.417	2.721
Ofertas Primárias Secundárias Registradas na CVM (R\$ milhões)	26,5	167	112

Fonte: Plano Diretor de Mercado de Capitais (IBMEC, 2008).

A Tabela 1 classifica os países pela média (1990 a 2012) da capitalização das empresas listadas (capitalização bursátil), em % do PIB, ou seja, a soma de todas as

ações comercializadas nas respectivas bolsas sobre o PIB do país. Observamos que o Brasil ainda possui um valor baixo de comercialização de ações em bolsa comparado com o seu PIB.

Tabela 1. Capitalização bursátil sobre o PIB pelo mundo (%)

Posição	País	1990 - 2012	Posição	País	1990 - 2012
1	Hong Kong	329,54	26	Arábia Saudita	57,00
2	Suíça	187,54	27	Jamaica	55,77
3	África do Sul	172,41	28	Coréia	54,49
4	Malásia	162,65	29	Trinidad e Tobago	54,13
5	Cingapura	158,23	30	Filipinas	53,86
6	Luxemburgo	150,43	31	Catar	53,32
7	Reino Unido	127,27	32	Islândia	53,20
8	Estados Unidos	110,13	33	Dinamarca	52,88
9	Jordânia	108,24	34	Papua Nova Guiné	49,37
10	Chile	96,15	35	Índia	48,54
11	Canadá	92,01	36	Noruega	42,41
12	Holanda	91,87	37	Irlanda	42,23
13	Austrália	91,84	38	Grécia	42,14
14	Suécia	91,73	39	Sul da Ásia	41,87
15	Finlândia	86,05	40	Nova Zelândia	41,46
16	Zimbábue	76,79	41	China	41,14
17	Japão	74,34	42	Alemanha	39,59
18	Barbados	74,09	43	Mauritius	39,57
19	Kuweit	73,88	44	Brasil	39,31
20	Espanha	64,22	45	Marrocos	38,84
21	França	64,15	46	Chipre	36,21
22	Israel	59,87	47	Federação Russa	34,97
23	Tailândia	59,69	48	Egito	34,33
24	Bahrain	57,64	49	Peru	34,29
25	Bélgica	57,02	50	Portugal	32,04

Fonte: World Bank, 2014.

Segundo os relatórios divulgados pela BM&FBOVESPA, apesar dos avanços do mercado de capitais brasileiro, eles ainda não são suficientes para garantir o desenvolvimento efetivo e constante, principalmente porque a agressividade dos mercados de outros países, conforme tabela mostrada acima, torna o fortalecimento do mercado brasileiro uma corrida contra o tempo. Sendo assim, é fundamental a elaboração de uma estratégia que permita um salto no mercado de capitais brasileiro de

tal forma que, em pouco tempo e com eficiência, ele possa contribuir para a retomada de um crescimento constante (BM&FBOVESPA, 2012).

O Plano Diretor de Mercado de Capitais foi criado através de uma ação cívica pelo Desenvolvimento do Mercado de Capitais, liderado pela BM&FBOVESPA e com participação de 45 entidades. É um conjunto de propostas, lançado em 17 de maio de 2001 no XVII Congresso da APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais). Visa mobilizar pessoas e entidades em torno de ideias e ações para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O plano contém um conjunto organizado de ações do governo e do setor privado para que o mercado de capitais brasileiro possa desempenhar sua missão com eficiência (BM&FBOVESPA, 2001)

Alguns obstáculos comprometem o desenvolvimento, funcionalidade e imagem do mercado de capitais brasileiro. Obstáculos de natureza institucional, econômica e cultural tem inibido o crescimento e desenvolvimento desse mercado, limitando o papel do mercado no financiamento do setor empresarial e produtivo, tais como: altas taxas de juros; distorções do sistema tributário e incentivo a economia informal; deficiência ao proteger o investidor; obstáculos culturais (BM&FBOVESPA, 2001).

Segundo o Plano Diretor de Mercado de Capitais (BMF&F BOVESPA, 2001), as missões do mercado de capitais são:

- I. Oferecer as condições financeiras necessárias para retomar e sustentar o crescimento econômico, gerar empregos e democratizar oportunidades e capital;
- II. Mobilizar recursos de poupança, oferecendo alternativas de investimento seguras e rentáveis, para servir também de base aos planos de previdência complementar;
- III. Direcionar esses recursos para financiar os investimentos mais produtivos e socialmente desejáveis, inclusive infraestrutura, habitação e empresas emergentes em condições competitivas com o mercado internacional.

3.1. BM&FBOVESPA

A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA S.A.) foi criada em 2008, com a integração entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Com sede no Brasil (São Paulo e Rio de Janeiro),

Reino Unido, China e Estados Unidos a BM&FBOVESPA é a companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos

3.1.1. Títulos comercializados e índices

A principal negociação na bolsa é aquela que representam o capital das empresas, ou seja, ações. Além das ações a BM&FBOVESPA está autorizada a negociar outros títulos, como: debêntures (simples ou conversíveis), *commercial papers*, opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas, quotas de fundos, bônus de subscrição, recibos de carteira de ações, títulos públicos, certificados de depósitos de ações (BDR) (CAVALCANTE, 2008).

A BM&FBOVESPA coleta, organiza e divulga uma série de informações sobre os negócios realizados em cada pregão¹, entre essas informações estão nos índices que mostram o comportamento de todo o mercado ou de segmentos específicos. Em suma, os três objetivos principais de um índice de mercado são: indicadores de variação de preços do mercado, parâmetros para avaliação de performance de portfólios e instrumentos de negociação no mercado futuro.

Atualmente na bolsa de valores existem 6 agrupamentos de índices: índices amplos, índices setoriais, índices de sustentabilidade, índices de governança, índices de segmento e outros índices (Tabela 2).

Dentre os índices apresentados na Tabela 2, descreveremos o índice Ibovespa e o índice de ações com governança corporativa, esse primeiro por ser o mais conhecido e difundido no Brasil, calculado ininterruptamente desde 4 de junho de 1968, já o segundo por estar relacionado com a temática proposta pela pesquisa.

¹ Sistema de negociação eletrônico utilizado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Tabela 2. Agrupamento de índices da BM&FBOVESPA

Índices amplos	Índices setoriais	Índices de Sustentabilidade
Índice Bovespa – Ibovespa Índice Brasil 50 – IBrX 50 Índice Brasil 100 – IBrX 100 Índice Brasil Amplo – IbrA	Índice Energia Elétrica - IEE Índice Industrial - INDX Índice Consumo - ICON Índice Imobiliário - IMOB Índice Financeiro - IFNC Índice Materiais Básicos - IMAT Índice Utilidade Pública - UTIL	Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE Índice Carbono Eficiente - ICO2
Índices de Governança	Índices segmento	Outros índices
Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGCX Índice Governança Corporativa Trade - IGCT Índice Governança Corporativa – Novo Mercado - IGC-NM Índice de Ações com Tag Along Diferenciado - ITAG	Índice BM&FBOVESPA MidLarge Cap - MLCX Índice BM&FBOVESPA Small Cap - SMLL Índice Valor BM&FBOVESPA – 2ª Linha - IVBX 2 Índice BM&FBOVESPA Dividendos - IDIV	Índice de BDRs Não Patrocinados-GLOBAL - BDRX Índice BM&FBOVESPA Fundos de Investimentos Imobiliários - IFIX

Fonte: BM&FBOVESPA, 2014.

O índice Ibovespa é um índice de retorno total², considerado um importante indicador de desempenho médio das cotações do mercado de ações, é resultado de uma carteira teórica de ativos. Considera o valor atual em moeda do país de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética e pressupõe que não se faz qualquer investimento adicional (CAVALCANTE, 2008). A Equação 1 especifica a formulação do índice.

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{(it)} X Q_{(it)} \quad (1)$$

Em que:

n = número total de ações componentes de carteira teórica

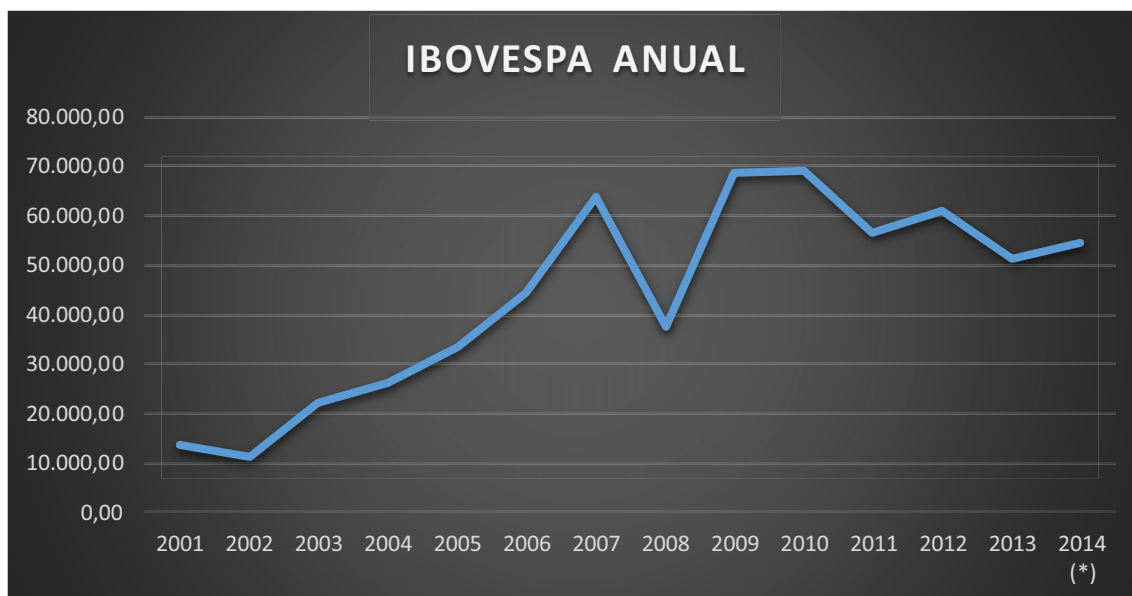
P_{it} = último preço da ação *i* no instante T.

Q_{it} = quantidade teórica da ação *i* na carteira no instante T

² É um indicador que procura refletir não apenas as variações nos preços dos ativos integrantes do índice no tempo, mas também o impacto da distribuição de proventos por parte das companhias emissoras desses ativos teria no retorno dos índices. Fonte: Manual de definições e procedimentos dos índices da BM&FBOVESPA, 2014.

A Figura 5 representa as taxas anuais do índice IBOVESPA desde 2001 até 2014. No eixo vertical temos a média do Ibovespa anual (pontos) e no eixo vertical os anos.

Figura 5. Índice IBOVESPA



Fonte: BM&FBOVESPA, 2014

(*) Dados até novembro de 2014

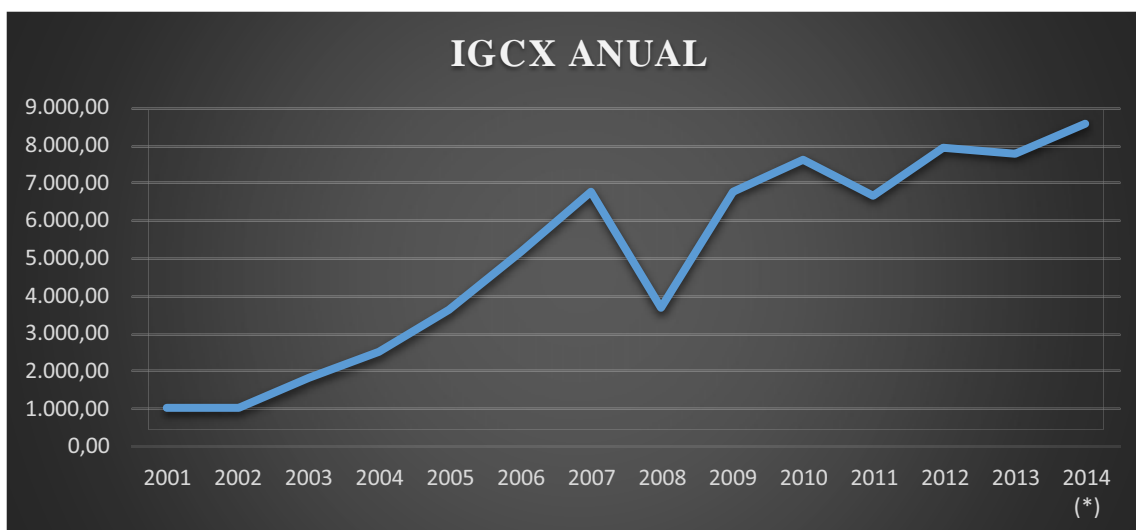
O IGCX (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentam níveis de governança corporativa. Segundo a metodologia do índice, os critérios para inclusão no IGC são:

- I. Ser listado no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBOVESPA.
- II. Ter presença em pregão de 50% (cinquenta por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores ou em seu período de listagem, se inferior.
- III. Não ser classificado como Penny Stock³

A Figura 6 representa as taxas anuais do IGCX desde 2001 até 2014. No eixo vertical temos a média do IGCX anual (pontos) e no eixo vertical os anos.

³ São considerados como Penny Stocks os ativos cujo valor médio ponderado durante a vigência da carteira anterior ao rebalanceamento são inferiores a R\$ 1,00.

Figura 6. Índice IGCX



Fonte: BM&FBOVESPA, 2014

(*) Dados até novembro de 2014

Observa-se uma queda significativa em 2008 em ambos os gráficos. Isso se deve à crise financeira internacional instaurada no período, conhecida como crise do *subprime*. Entende-se *subprime* como um título/crédito de alto risco, utilizados substancialmente para empréstimos hipotecários.

Iniciou-se em 2003 uma valorização contínua dos imóveis nos EUA o que permitiu obter-se novos empréstimos de *subprimes*. As taxas de juros eram pós-fixadas, determinada no pagamento da dívida. Quando os juros dispararam nos EUA, houve uma desvalorização em massa dos imóveis e conseqüentemente uma grande inadimplência.

Essa situação desencadeou na quebra de instituições de crédito nos EUA e arrastou vários bancos para uma situação de insolvência, repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Encontra-se nesse capítulo uma revisão dos principais conceitos relacionados à governança corporativa. O objetivo desse capítulo é apresentar como base teórica consistente para compreensão das análises empíricas proposta nessa pesquisa.

4.1 Concepções e objetivos

Desde os anos 90, têm se modificado substancialmente as relações entre o mundo corporativo e a sociedade. Como consequência desse avanço, observam-se crescentes pressões da sociedade e de órgãos reguladores por responsabilidade corporativa, atendendo a uma crescente demanda dos clientes organizacionais, conhecidos como *stakeholders* (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Edward Freeman, em seu artigo “*The politics of stakeholder theory: some future directions*” (1994) aborda a visão dos *stakeholders*. A gestão envolvendo a base teórica de Freeman, envolve a alocação de recursos organizacionais e considera os impactos dessa alocação em vários grupos de interesse dentro e fora da organização. Propõe a divisão dos *stakeholders* em dois grupos: primários e secundários. O primeiro é formado pelos acionistas e credores, aqueles que possuem os direitos legais sobre os recursos da corporação. Os *stakeholders* secundários (comunidade, funcionários, consumidores, entre outros) são aqueles cujo direito sobre os recursos da corporação é menos estabelecido em lei (MACHADO FILHO, 2006).

“Duzentos anos de pesquisa em economia e finanças conduziram à comprovação de que, na ausência de externalidades negativas ou de monopólios, o interesse da sociedade como um todo é maximizado quando cada empresa de uma dada economia maximiza a riqueza de seus proprietários. Mas, em contraste, a abordagem mais recente dos múltiplos interesses propõe que os gestores das empresas devem tomar decisões que maximizem não só a riqueza dos proprietários, mas de todos os demais *stakeholders*. Vista sob esta luz, a visão e a estratégia dos gestores já não podem mais ignorar uma função balanceada de interesses do ponto de vista da geração de valor em longo prazo” (JESSEN, 2001, p. 8).

Toda e qualquer situação em que o poder de decisão é transferido ou designado a alguém, pode surgir, em grande ou menor proporção, assimetria de informações. Em todas as instituições (escolas, clubes, associações, universidades etc.), onde há delegação de poder, sempre existirão conflitos de interesses. Na sua essência, a

governança trata da minimização de assimetrias e conflitos inerentes nessa transmissão de poder. A finalidade dessa pesquisa é abordar a presença da Governança nas organizações privadas, comumente chamada de Governança Corporativa.

A Governança Corporativa nasceu de corporações e instituições estruturadas nos Estados Unidos e Inglaterra e se globalizou nas últimas décadas. A priori, surgiu com objetivo de superar os chamados conflitos de agência, que ocorrem quando os interesses do gestor não condizem com os interesses do proprietário (acionista). A finalidade da Governança Corporativa é compor meios eficientes para adequar os interesses dos executivos com os dos acionistas.

Na sua origem, a governança fixou-se nos conflitos de agências entre acionistas, gestores e entre grupos majoritários e minoritários de controle das companhias. Para Machado Filho (2006), o alinhamento de interesses entre os agentes só é alcançado quando algumas premissas básicas são contempladas:

- I. Os gestores não possuem informações ocultas (ausência de assimetria informacional). Os acionistas sabem o que constitui uma ação eficiente e qual o produto esperado;
- II. Os acionistas (principais) têm completa informação sobre as ações empreendidas pelos gestores e seus resultados;
- III. Os gestores atuam sob baixo risco, são conscientes do que receberão com a conduta alinhada ao interesse dos acionistas.

Estabelece-se uma relação (ordenada) entre proprietários e os demais constituintes organizacionais, que tem levado a complexas discussões, todas elas voltadas para a questão essencial: os interesses aos quais a gestão das companhias deve atender? (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Há dois pontos sobre a questão levantada: 1) a gestão focada no objetivo de máximo retorno total dos investidores; 2) a gestão voltada para a harmonização do retorno dos investidores com os dos demais grupos com interesses em jogo nas companhias.

Um importante marco para Governança Corporativa no Brasil e da difusão de boas práticas foi a criação, no final de 1995, do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA). O foco dessa instituição era reunir e promover a formação de profissionais qualificados para atuação e que contribuíssem para o desenvolvimento da

gestão das companhias. Em 1999, esta instituição ampliou seus objetivos, mudando sua denominação para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

O IBGC, organização exclusivamente dedicada à promoção da Governança Corporativa no Brasil, é o principal fomentador das práticas e debate sobre o tema no país, alcançando reconhecimento nacional e internacional. O instituto exerce um importante papel na disseminação das práticas de governança corporativa no Brasil.

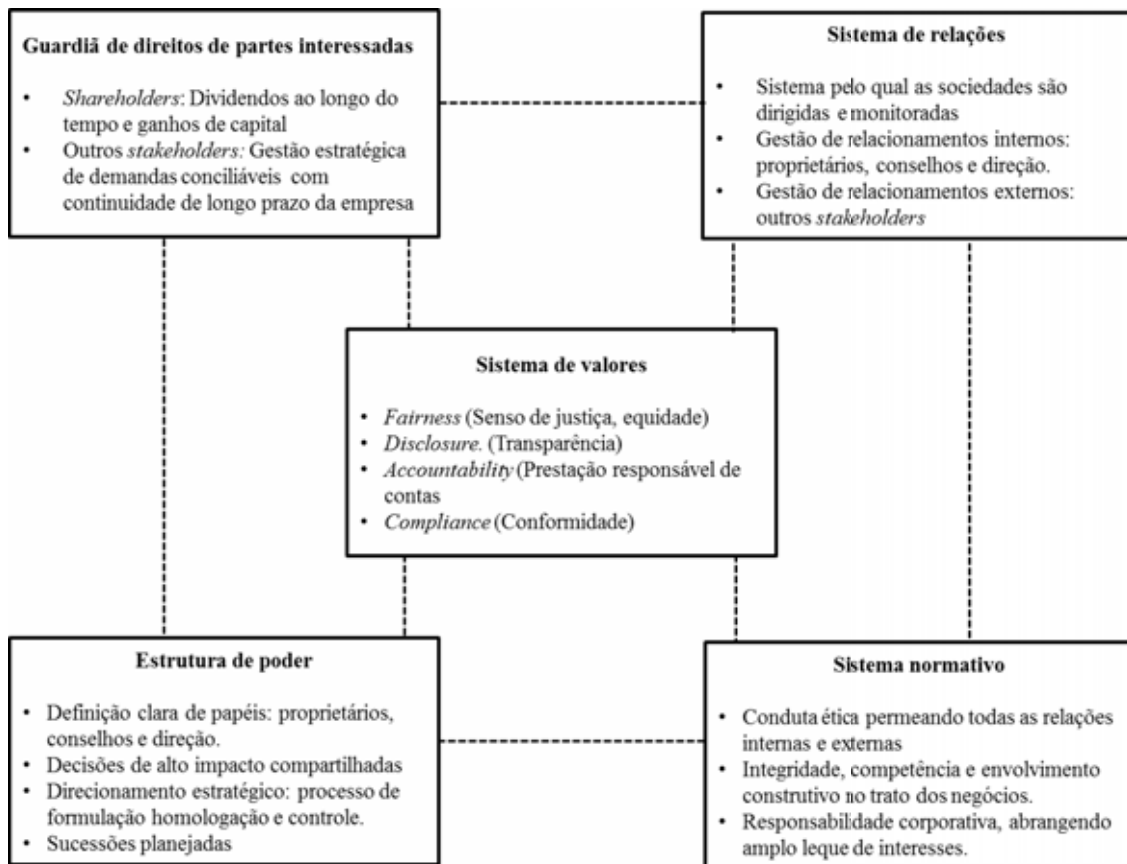
4.2 Valores e princípios

Segundo Andrade e Rossetti (2009), existem quatro grupos de valores fundamentais, e relacionados, em Governança Corporativa, são eles:

- A Governança como guardiã dos direitos: A governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível.
- A Governança como sistema de relações: É o sistema pela qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotista, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.
- A Governança como estrutura de poder: O campo em que gravita a governança corporativa é definido por uma dada estrutura de poder, que envolve questões relacionadas aos processos de tomada de decisões estratégicas, ao exercício da liderança, aos métodos com que se atendem aos interesses estabelecidos e aos pleitos emergentes.
- A Governança como sistema normativo: É um campo de investigação focado em como monitorar as corporações, por meio de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem ao gerenciamento eficaz das organizações, traduzidos por uma taxa competitiva de retorno.

A Figura 7 representa de forma objetiva a amarração e relação entre os valores fundamentais mencionados anteriormente.

Figura 7. Valores fundamentais em GC



Fonte: ANDRADE; ROSSETTI (2009).

O IBGC, com patrocínio da BMF&FBOVESPA, interessada em disseminar as vantagens no aprimoramento das práticas de Governança Corporativa para as empresas, em 2001, lançou o seu Código de Melhores Práticas, com os procedimentos para atingir os valores fundamentais de Governança Corporativa.

Os princípios e práticas de boa Governança Corporativa atinge qualquer tipo de organização, independentemente do porte ou natureza jurídica. Entretanto, o código desenvolvido pelo IBGC foi criado com o foco em organizações empresariais (IBGC, 2009).

O Código de melhores práticas é dividido em 6 pontos: Propriedade (sócios); Conselho de Administração; Gestão; Auditoria Independente; Conselho Fiscal; Conduta e Conflito de Interesses.

Segundo o IBGC (2009), de forma sucinta, define-se:

- Propriedade: cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social.
- Conselho de administração: órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico. Guardião do objeto social e do sistema de governança, obrigatoriamente presente em todas as organizações, e deve ser eleito pelos sócios e agir sempre em favor do melhor interesse da organização como um todo.
- Gestão: é instituído pelo diretor-presidente da organização e atua como elo entre Conselho de Administração e Diretoria. Responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo conselho.
- Auditoria independente: órgão externo à empresa responsável pela auditoria dos Demonstrativos Financeiros da mesma. No relatório específico de recomendações elaborado pelos auditores, contém revisão e avaliação dos controles internos da organização.
- Conselho Fiscal: Pode ser permanente ou não, seus principais objetivos são: fiscalizar os atos dos administradores e cumprimentos e deveres legais; opinar sobre o relatório anual da administração e propostas elaborada por esses; denunciar qualquer membro aos órgãos de administração; analisar os balancetes; analisar as demonstrações financeiras do exercício atual.
- Conduta e conflitos de interesses: Toda organização deve conter um código de conduta visando atender às respectivas leis do país. O documento é elaborado pela diretoria, de acordo com as políticas e princípios definidos no conselho de administração. Deve refletir a cultura da empresa e demonstrar caminhos para denúncias ou resolução de problemas de ordem ética.

A causa da ocorrência indesejável de conflitos entre proprietários e gestores tem se estabelecido, primordialmente, pela concentração da propriedade, que pode levar o bloco de controle a contrariar os interesses dos que estão fora dele. No primeiro caso, o choque de interesses é atribuído ao gestor oportunista; no segundo, ao acionista oportunista (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

4.3 Níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA

Criados em 2000 pela antiga Bolsa de Valores (Bovespa), os segmentos especiais de listagem, Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2) prezam por rígidas regras de governança corporativa, regulamentadas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e foram criados com objetivo de promover e desenvolver o mercado de capitais brasileiro e melhorar a avaliação das companhias que decidirem, voluntariamente, aderir aos segmentos especiais de listagem.

A adesão é feita por meio do contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. A partir de então, fica obrigatório à empresa o cumprimento das exigências do nível aderido, tendo a BMF&FBOVESPA o dever de fiscalizar e, se for o caso, punir os infratores (BMF&FBOVESPA, 2009).

Com regulamentação, os acionistas se sentem mais seguros e com garantias para realizar novos investimentos, com informações completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, reduzindo o risco de realização de uma operação financeira equivocada.

A BMF&FBOVESPA disponibiliza informativo referente a cada nível de governança corporativa. A partir de então, serão apresentados os requisitos e os procedimentos mais relevantes para a organização/companhia decidir aderir aos níveis.

Nível 1 (N1): Em sua essência, os compromissos que as empresas do Nível 1 assumem refere-se a informações que auxilião na avaliação da empresa:

- Informação adicionais nas Informações Trimestrais (ITRs): Nas ITRs devem constar: Demonstrações Financeiras Consolidadas; Demonstrações dos Fluxos de Caixa da companhia e do consolidado; Abertura da Posição Acionária; a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia; evolução da posição dos valores mobiliários; relatório de revisão especial emitido por auditor independente.
- Informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs): Nas DFPs devem constar também: Demonstrativos de Fluxo de Caixa da companhia e do consolidado.
- Informações adicionais nas Informações Anuais (IAN): As Informações Anuais devem apresentar os seguintes dados: A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração,

diretores e membros do Conselho Fiscal; Evolução da posição dos valores mobiliários; Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.

Nível 2 (N2): Para aderir ao Nível 2, dentre os requisitos, os mais relevantes são os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas:

- Caso a empresa tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto nos seguintes assuntos: transformação, fusão, incorporação ou cisão; aprovação de contratos; avaliação de bens para aumento de capital.
- Em caso de venda do controle acionários, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas detentores de ações ordinárias.
- A companhia não deve ter partes beneficiárias

Novo Mercado (NM): O Novo Mercado conduziu o mercado para um elevado padrão de Governança Corporativa, e se tornou modelo de transparência de informações e governança corporativa. Tal adesão implica em um conjunto mais rigoroso de regras adicionais do que são exigidos pela legislação brasileira. Esse modelo ampliou os direitos dos acionistas, caracterizado, principalmente, pela exigência de emissões de ações ordinárias, estabeleceu regras diferenciadas para seus administradores e seus acionistas, inclusive o seu acionista controlador.

Nas negociações de valores mobiliários algumas exigências foram definidas: limitações de voto, disposição do estatuto social, pedido de autorização para comercialização de ações, exigência de emissões de ações somente com direito de voto.

Em relação à administração da companhia, as exigências são: vedação à acumulação de cargos, normas referentes a competência, deveres e responsabilidades dos cargos e divulgação dos cargos

E sobre o Conselho Fiscal, as exigências são: normas referentes a competência, deveres, responsabilidade e composição do Conselho.

Na Figura 8 encontra-se um quadro resumo com os principais requisitos para adesão aos níveis de governança corporativa da BMF&FBOVESPA.

Figura 8. Níveis de GC definidos pela BM&FBOVESPA

Níveis de Governança Corporativa		Requisitos para adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Obrigações de todos os administradores de assinarem o termo de anuência da BOVESPA;
		Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital e realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
		Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
		Cumprimento de regras de <i>disclosure</i> em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
		Divulgação de acordos de acionistas e programas de <i>stock options</i> ; e
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos
	Nível 2	Balço anual seguindo as normas <i>US GAAP</i> ou <i>IAS GAAP</i> ;
		Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.
		Conselho de administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado de 1;
		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 neste Nível;
		Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
		Tag Along de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas;
	Emissão somente de ações ordinárias e/ou conversão de ações preferenciais em ações ordinárias (proibição de emissão de ações preferenciais)	

Fonte: BM&FBOVESPA (2000).

A Tabela 3 indica o número de empresas em cada nível de governança com relação ao número total de empresas listadas pela BM&FBOVESPA, no ano base 2014 (BM&FBOVESPA, 2014)

Tabela 3. Distribuição nos níveis de GC da BM&FBOVESPA

Segmento de Listagem	Número de empresas
Nível 1 (N1)	32
Nível 2 (N2)	24
Novo Mercado (NM)	145
Outros	540
Total de empresas	750

Fonte: BM&FBOVESPA (2014).

5. ANÁLISE EMPÍRICA

O presente capítulo tem como objetivo apresentar os dados utilizados para os cálculos, os resultados obtidos, assim como as análises realizadas. Conforme mencionado no capítulo introdutório, os dados utilizados nessa pesquisa são aqueles disponibilizados nos Demonstrativos Financeiros das empresas investigadas. A delimitação temporal da pesquisa foi o período de 2011-2013, contemplando os anos mais recentes com dados totalmente padronizados.

Para a análise, foram investigadas empresas inseridas no setor denominado “Financeiro e Outros”. Visto que o objetivo da pesquisa é analisar as empresas com listagem nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa, foram desconsideradas as empresas inseridas no mercado tradicional. A escolha por esse segmento decorre que nesse se encontra um número balanceado de empresas nos três níveis de governança.

As Tabelas 4-13 apresentam os dados utilizados, das 10 empresas investigadas e nos três anos mais recentes. A fonte de todos esses dados é o site da BM&FBOVESPA.

Tabela 4. Dados da Cielo (Novo Mercado)

CIELO (NM)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 1.409.593,00	R\$ 2.404.227,00	R\$ 3.319.825,00
Passivo Circulante	R\$ 2.735.295,00	R\$ 4.089.606,00	R\$ 5.958.069,00
Passivo Não Circulante	R\$ 771.647,00	R\$ 1.955.639,00	R\$ 2.307.980,00
Ativo Permanente	R\$ 1.715.111,00	R\$ 3.729.025,00	R\$ 4.206.121,00
Ativo Circulante	R\$ 3.240.503,00	R\$ 5.888.237,00	R\$ 8.606.432,00
Ativo Total	R\$ 4.916.535,00	R\$ 8.449.472,00	R\$ 11.585.874,00
Lucro Líquido	R\$ 1.810.327,00	R\$ 2.326.167,00	R\$ 2.673.601,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 4.051.169,00	R\$ 5.031.557,00	R\$ 5.712.517,00

Tabela 5. Dados da Brasil (Novo Mercado)

BRASIL (NM)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 58.416.370,00	R\$ 61.499.417,00	R\$ 72.224.795,00
Passivo Circulante	R\$ 620.776.955,00	R\$ 725.824.397,00	R\$ 812.028.739,00
Passivo Não Circulante	R\$ 302.036.582,00	R\$ 361.983.734,00	R\$ 419.661.589,00
Ativo Permanente	R\$ 23.430.346,00	R\$ 23.655.918,00	R\$ 22.674.437,00
Ativo Circulante	R\$ 582.945.119,00	R\$ 638.251.446,00	R\$ 749.138.334,00
Ativo Total	R\$ 981.229.907,00	R\$ 1.149.307.548,00	R\$ 1.303.915.123,00
Lucro Líquido	R\$ 12.125.990,00	R\$ 12.205.120,00	R\$ 15.757.937,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 98.607.176,00	R\$ 102.910.258,00	R\$ 109.343.601,00

Tabela 6. Cetip (Novo Mercado)

CETIP (NM)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 1.181.025,00	R\$ 1.428.082,00	R\$ 1.694.594,00
Passivo Circulante	R\$ 284.686,00	R\$ 374.808,00	R\$ 293.256,00
Passivo Não Circulante	R\$ 1.070.498,00	R\$ 788.595,00	R\$ 694.798,00
Ativo Permanente	R\$ 2.188.281,00	R\$ 2.192.360,00	R\$ 2.179.465,00
Ativo Circulante	R\$ 347.928,00	R\$ 399.125,00	R\$ 503.183,00
Ativo Total	R\$ 2.536.209,00	R\$ 2.591.485,00	R\$ 2.682.648,00
Lucro Líquido	R\$ 220.517,00	R\$ 275.395,00	R\$ 360.778,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 844.396,00	R\$ 917.138,00	R\$ 1.075.717,00

Tabela 7. Porto Seguro (Novo Mercado)

PORTO SEGURO (NM)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 4.705.877,00	R\$ 5.074.096,00	R\$ 5.893.508,00
Passivo Circulante	R\$ 9.968.558,00	R\$ 11.659.262,00	R\$ 13.977.644,00
Passivo Não Circulante	R\$ 1.903.179,00	R\$ 2.138.621,00	R\$ 538.163,00
Ativo Permanente	R\$ 3.473.815,00	R\$ 3.980.187,00	R\$ 4.653.845,00
Ativo Circulante	R\$ 927.559,00	R\$ 821.057,00	R\$ 1.093.295,00
Ativo Total	R\$ 16.577.614,00	R\$ 18.871.979,00	R\$ 20.409.315,00
Lucro Líquido	R\$ 580.084,00	R\$ 679.998,00	R\$ 1.397.311,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 9.911.913,00	R\$ 11.186.892,00	R\$ 13.062.337,00

Tabela 8. Daycoval (N1)

DAYCOVAL (N1)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 1.952.427,00	R\$ 2.203.507,00	R\$ 2.440.276,00
Passivo Circulante	R\$ 6.012.897,00	R\$ 5.941.756,00	R\$ 6.542.675,00
Passivo Não Circulante	R\$ 4.124.558,00	R\$ 4.783.855,00	R\$ 5.952.587,00
Ativo Permanente	R\$ 11.561,00	R\$ 11.123,00	R\$ 30.235,00
Ativo Circulante	R\$ 8.475.097,00	R\$ 8.917.391,00	R\$ 9.001.553,00
Ativo Total	R\$ 12.104.715,00	R\$ 12.939.219,00	R\$ 14.949.948,00
Lucro Líquido	R\$ 305.060,00	R\$ 357.464,00	R\$ 233.804,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 1.923.903,00	R\$ 2.257.553,00	R\$ 2.344.621,00

Tabela 9. ItaúUnibanco (N1)

ITAUNIBANCO (N1)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 75.336.000,00	R\$ 75.998.000,00	R\$ 84.192.000,00
Passivo Circulante	R\$ 627.035.000,00	R\$ 741.672.000,00	R\$ 797.546.000,00
Passivo Não Circulante	R\$ 115.765.000,00	R\$ 139.484.000,00	R\$ 145.559.000,00
Ativo Permanente	R\$ 45.257.000,00	R\$ 55.756.000,00	R\$ 65.198.000,00
Ativo Circulante	R\$ 410.234.000,00	R\$ 515.635.000,00	R\$ 499.380.000,00
Ativo Total	R\$ 818.136.000,00	R\$ 957.154.000,00	R\$ 1.027.297.000,00
Lucro Líquido	R\$ 14.610.000,00	R\$ 13.191.000,00	R\$ 16.522.000,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 103.601.000,00	R\$ 101.582.000,00	R\$ 94.797.000,00

Tabela 10. Bradesco (N1)

BRADESCO (N1)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 55.581.664,00	R\$ 70.047.459,00	R\$ 70.939.802,00
Passivo Circulante	R\$ 443.771.547,00	R\$ 587.099.723,00	R\$ 584.931.445,00
Passivo Não Circulante	R\$ 253.965.078,00	R\$ 187.230.788,00	R\$ 226.191.762,00
Ativo Permanente	R\$ 106.445.823,00	R\$ 129.050.048,00	R\$ 129.505.487,00
Ativo Circulante	R\$ 502.028.656,00	R\$ 522.863.586,00	R\$ 520.738.924,00
Ativo Total	R\$ 753.336.888,00	R\$ 844.401.756,00	R\$ 882.083.756,00
Lucro Líquido	R\$ 11.028.266,00	R\$ 11.381.244,00	R\$ 12.011.028,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 78.569.503,00	R\$ 76.987.838,00	R\$ 76.983.113,00

Tabela 11. Sofisa (N2)

SOFISA (N2)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 764.503,00	R\$ 773.228,00	R\$ 695.404,00
Passivo Circulante	R\$ 1.609.691,00	R\$ 1.643.040,00	R\$ 1.961.533,00
Passivo Não Circulante	R\$ 2.043.608,00	R\$ 1.611.236,00	R\$ 1.131.781,00
Ativo Permanente	R\$ 448.916,00	R\$ 459.731,00	R\$ 387.195,00
Ativo Circulante	R\$ 2.756.455,00	R\$ 2.612.543,00	R\$ 1.946.544,00
Ativo Total	R\$ 4.418.613,00	R\$ 4.028.403,00	R\$ 3.788.958,00
Lucro Líquido	R\$ 28.553,00	R\$ 24.849,00	R\$ 20.512,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 848.775,00	R\$ 900.433,00	R\$ 526.803,00

Tabela 12. Santander (N2)

SANTANDER (N2)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 64.463.997,00	R\$ 63.486.589,00	R\$ 62.825.353,00
Passivo Circulante	R\$ 271.290.416,00	R\$ 278.920.887,00	R\$ 308.277.749,00
Passivo Não Circulante	R\$ 129.956.263,00	R\$ 132.304.427,00	R\$ 142.768.904,00
Ativo Permanente	R\$ 39.974.328,00	R\$ 39.948.709,00	R\$ 32.906.640,00
Ativo Circulante	R\$ 245.996.451,00	R\$ 250.715.643,00	R\$ 273.933.942,00
Ativo Total	R\$ 465.917.967,00	R\$ 474.933.998,00	R\$ 514.175.012,00
Lucro Líquido	R\$ 3.570.747,00	R\$ 3.187.378,00	R\$ 1.625.558,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 51.940.811,00	R\$ 54.518.163,00	R\$ 51.940.811,00

Tabela 13. SulAmérica (N2)

SUL AMERICA (N2)	2011	2012	2013
Patrimônio Líquido	R\$ 3.076.514,00	R\$ 3.345.361,00	R\$ 3.618.298,00
Passivo Circulante	R\$ 5.533.711,00	R\$ 5.377.053,00	R\$ 7.069.789,00
Passivo Não Circulante	R\$ 4.808.601,00	R\$ 5.599.398,00	R\$ 6.273.880,00
Ativo Permanente	R\$ 5.335.852,00	R\$ 4.344.003,00	R\$ 3.975.543,00
Ativo Circulante	R\$ 9.443.283,00	R\$ 9.977.809,00	R\$ 11.626.115,00
Ativo Total	R\$ 13.418.826,00	R\$ 14.321.812,00	R\$ 16.961.967,00
Lucro Líquido	R\$ 445.682,00	R\$ 483.248,00	R\$ 487.153,00
Receita de Vendas Líquida	R\$ 8.944.547,00	R\$ 10.440.295,00	R\$ 11.769.873,00

A seleção desses dados se justifica devido ao fato de eles serem necessários para o cálculo dos índices financeiros (estrutura de capital e liquidez) e econômicos (rentabilidade) de cada empresa em todos os anos analisados.

Na categoria de estrutura de capital, foram calculados os índices de: (i) participação de capital de terceiros; (ii) composição do endividamento; e (iii) imobilização do patrimônio líquido. Na categoria de liquidez foram calculados os índices de liquidez geral e liquidez corrente. O índice de liquidez seca não foi calculado justamente pelo fato de os estoques assumirem valores irrelevantes quando tratamos de empresas de serviço (como as aqui investigadas). E, por fim, para a categoria de rentabilidade foram calculados os índices de (i) giro do ativo, (ii) margem líquida, (iii) ROA e (iv) ROE.

As Tabelas 14-23 apresentam os índices para todas as empresas investigadas, nos anos de 2011, 2012 e 2013.

Tabela 14. Índices da Cielo (NM)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	248,79	251,44	248,99
Composição do Endividamento (%)	78,00	67,65	72,08
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	121,67	155,10	126,70
Liquidez Geral	0,92	0,97	1,04
Liquidez Corrente	1,18	1,44	1,44
Giro do Ativo	0,824	0,595	0,493
Margem Líquida (%)	44,69	46,23	46,80
ROE (%)	128,43	96,75	80,53
ROA (%)	36,82	27,53	23,08

Tabela 15. Índices da Brasil (NM)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	1579,72	1768,81	1705,36
Composição do Endividamento (%)	67,27	66,72	65,93
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	40,11	38,47	31,39
Liquidez Geral	0,63	0,59	0,61
Liquidez Corrente	0,94	0,88	0,92
Giro do Ativo	0,100	0,090	0,084
Margem Líquida (%)	12,30	11,86	14,41
ROE (%)	20,76	19,85	21,82
ROA (%)	1,24	1,06	1,21

Tabela 16. Índices da Cetip (NM)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	114,75	81,47	58,31
Composição do Endividamento (%)	21,01	32,22	29,68
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	185,29	153,52	128,61
Liquidez Geral	0,26	0,34	0,51
Liquidez Corrente	1,22	1,06	1,72
Giro do Ativo	0,333	0,354	0,401
Margem Líquida (%)	26,12	30,03	33,54
ROE (%)	18,67	19,28	21,29
ROA (%)	8,69	10,63	13,45

Tabela 17. Índices da Porto Seguro (NM)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	252,27	271,93	246,30
Composição do Endividamento (%)	83,97	84,50	96,29
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	73,82	78,44	78,97
Liquidez Geral	0,08	0,06	0,08
Liquidez Corrente	0,09	0,07	0,08
Giro do Ativo	0,598	0,593	0,640
Margem Líquida (%)	5,85	6,08	10,70
ROE (%)	12,33	13,40	23,71
ROA (%)	3,50	3,60	6,85

Tabela 18. Índices da Daycoval (N1)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	519,22	486,75	512,04
Composição do Endividamento (%)	59,31	55,40	52,36
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	0,59	0,50	1,24
Liquidez Geral	0,84	0,83	0,72
Liquidez Corrente	1,41	1,50	1,38
Giro do Ativo	0,159	0,174	0,157
Margem Líquida (%)	15,86	15,83	9,97
ROE (%)	15,62	16,22	9,58
ROA (%)	2,52	2,76	1,56

Tabela 19. Índices do Itaú Unibanco (N1)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	985,98	1159,45	1120,18
Composição do Endividamento (%)	84,42	84,17	84,57
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	60,07	73,37	77,44
Liquidez Geral	0,55	0,59	0,53
Liquidez Corrente	0,65	0,70	0,63
Giro do Ativo	0,13	0,11	0,09
Margem Líquida (%)	14,10	12,99	17,43
ROE (%)	19,39	17,36	19,62
ROA (%)	1,79	1,38	1,61

Tabela 20. Índices do Bradesco (N1)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	1255,34	1105,44	1143,40
Composição do Endividamento (%)	63,60	75,82	72,11
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	191,51	184,23	182,56
Liquidez Geral	0,72	0,68	0,64
Liquidez Corrente	1,13	0,89	0,89
Giro do Ativo	0,10	0,09	0,09
Margem Líquida (%)	14,04	14,78	15,60
ROE (%)	19,84	16,25	16,93
ROA (%)	1,46	1,35	1,36

Tabela 21. Índices da Sofisa (N2)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	477,87	420,87	444,82
Composição do Endividamento (%)	44,06	50,49	63,41
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	58,72	59,46	55,68
Liquidez Geral	0,75	0,80	0,63
Liquidez Corrente	1,71	1,59	0,99
Giro do Ativo	0,192	0,224	0,139
Margem Líquida (%)	3,36	2,76	3,89
ROE (%)	3,73	3,21	2,95
ROA (%)	0,65	0,62	0,54

Tabela 22. Índices do Santander (N2)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	622,44	647,74	717,94
Composição do Endividamento (%)	67,61	67,83	68,35
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	62,01	62,92	52,38
Liquidez Geral	0,61	0,61	0,61
Liquidez Corrente	0,91	0,90	0,89
Giro do Ativo	0,111	0,115	0,101
Margem Líquida (%)	6,87	5,85	3,13
ROE (%)	5,54	5,02	2,59
ROA (%)	0,77	0,67	0,32

Tabela 23. Índices da SulAmérica (N2)

Índices	2011	2012	2013
Participação de Capital de Terceiros	336,17	328,11	368,78
Composição do Endividamento (%)	53,51	48,99	52,98
Imobilização do Patrimônio Líquido (%)	173,44	129,85	109,87
Liquidez Geral	0,91	0,91	0,87
Liquidez Corrente	1,71	1,86	1,64
Giro do Ativo	0,667	0,729	0,694
Margem Líquida (%)	4,98	4,63	4,14
ROE (%)	14,49	14,45	13,46
ROA (%)	3,32	3,37	2,87

5.1 Análise e discussão dos resultados

É possível subdividir a análise das demonstrações financeiras em análise da situação financeira e situação econômica. Quando nos referimos à movimentação das operações, o resultado econômico no sentido dinâmico (maior mobilidade) refere-se ao lucro; e o resultado no sentido estático (pouca mobilidade) refere-se ao patrimônio líquido. No resultado financeiro, estaticamente nos referimos a saldo de caixa e ao capital circulante líquido; dinamicamente, nos referimos à variação do saldo em caixa e variação do capital circulante líquido.

Tabela 24. Comparativo de significações de econômico e financeiro

	Econômico	Financeiro	
		Amplo	Restrito
Estaticamente	Patrimônio Líquido	Capital Circulante Líquido	Saldo de caixa
Dinamicamente	Lucro Líquido	Variação do Capital Circulante Líquido	Variação do saldo de caixa

Fonte: MATARAZZO, 2010.

Alguns aspectos relativos às informações extraídas dos demonstrativos de resultados e às avaliações são polêmicos e provocam discussões nos meios acadêmicos e profissionais (MATARAZZO, 2010). Levando em consideração tal fato, considera-se que resultado econômico é sinônimo de lucro (ou prejuízo); o lucro inevitavelmente aumenta o Patrimônio Líquido, mas não necessariamente as disponibilidades de

dinheiro. As instituições financeiras aqui analisadas podem estar em excelente situação patrimonial, mas sem recursos para honrar suas dívidas.

Para avaliação da situação econômica das empresas utilizam-se os índices de rentabilidade (Giro do Ativo, Margem Líquida, ROE e ROA). Já na avaliação da situação financeira, utilizam-se os índices de estrutura de capital e liquidez, podendo ser desagregados em duas partes: endividamento (Participação de Capital de Terceiros, Imobilização do Patrimônio Líquido e Composição do Endividamento) e índices que mensuram a quão sólida é a base financeira da empresa (Liquidez Geral e Liquidez Corrente).

Antes de iniciarmos a análise dos resultados obtidos a partir do cálculo dos índices, é extremamente relevante saber que ao avaliar as instituições financeiras, algumas observações e considerações devem ser feitas, devido à sua particularidade. As normas contábeis adotadas para medir o lucro e o valor contábil das instituições financeiras são diferentes das normas aplicadas às demais empresas. Os ativos das instituições financeiras tendem a ser uma espécie de instrumento financeiro, como títulos de dívida e obrigações securitizadas (DAMORADAN, 2012).

Para Damoradan (2012), duas questões devem ser consideradas antes de realizarmos a avaliação de uma instituição financeira.

Uma primeira é a dificuldade de diferenciar capital de terceiros (dívidas) e capital próprio. O capital de terceiros para essas instituições tem conotação diferenciada, é uma espécie de matéria-prima, algo a ser adaptado em produtos, para serem vendidos a preços mais altos e gerarem lucro.

A segunda dificuldade é definir a geração de caixa e a mensuração das despesas de capital líquido e do capital circulante líquido. Diferente da maioria das empresas manufatureiras, que investem em fábricas e equipamentos, as empresas do segmento financeiro investem basicamente em ativos intangíveis, como marca e capital humano. Portanto, seus investimentos para crescimento futuro geralmente são tratados como despesas operacionais nas demonstrações financeiras.

“Se definirmos capital circulante líquido como a diferença entre ativo circulante e passivo circulante, grande proporção do balanço patrimonial dos bancos se enquadrará numa dessas categorias. As mudanças nesses números podem ser grandes e voláteis e podem não se relacionar com reinvestimentos para crescimento futuro” (DAMORADAN, 2012, p. 152).

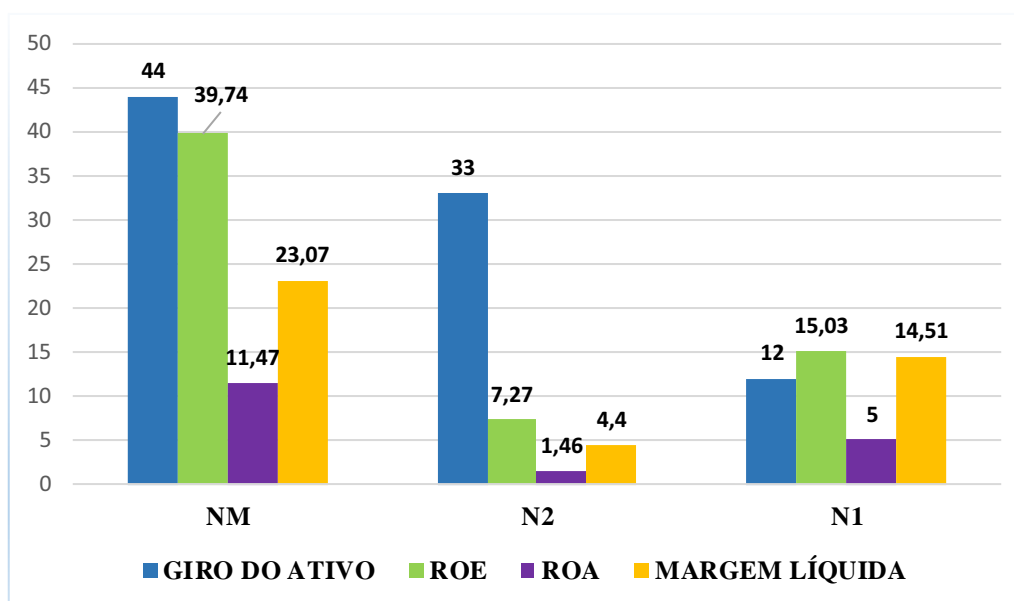
5.1.1. Análise econômica

O grupo de índices de rentabilidade objetiva demonstrar qual a o retorno dos capitais investidos, portanto, quanto renderam os investimentos e qual o grau de êxito econômico da empresa.

Segundo Matarazzo (2010), a análise de rentabilidade configura como o principal instrumento baseado no relatório de demonstrações financeiras que os gestores possuem para administrar determinada empresa. Através da rentabilidade de investimentos é possível realizar alavancagem financeira e aumento das taxas de retorno.

A Figura 9 apresenta a comparação dos índices médios de rentabilidade das empresas listadas no Novo Mercado com as empresas do Nível 1 e Nível 2. Em todos os índices de rentabilidade calculados (Giro do Ativo, ROE, ROA e Margem Líquida), quanto maior o resultado melhor para o sucesso econômico da empresa.

Figura 9. Gráfico comparativo dos índices de rentabilidade



O Giro do Ativo indica quanto a empresa obteve de receita para cada R\$ 100,00 investido (Total de Ativo). O segmento do Novo Mercado obteve 43% de receita em relação ao total investido; o Nível 2 obteve 33%; e Nível 1 obteve 14,51%. Destaque para as empresas Cetip (NM) e Porto Seguro (NM) que obtiveram crescimento de 2011 para 2013 de 6,8% e 5,2 %, respectivamente.

O ROE indica quanto a empresa obteve de lucro para cada R\$ 100,00 de capital próprio investido (patrimônio líquido). O papel do índice de rentabilidade do patrimônio líquido é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio, podendo ser comparadas a outras taxas alternativas no mercado, como poupança, aluguéis, ações, fundo de investimento e outros. Portanto, é possível avaliar se as instituições analisadas nessa pesquisa oferecem rentabilidade superior ou inferior a essas opções disponíveis no mercado (MATARAZZO, 2010). O segmento do Novo Mercado obteve 39,40% de rentabilidade de seu PL; o Nível 2 obteve 7,27%; e o Nível 1 obteve 15,03%.

O ROA indica quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao total de investimentos (Ativo), um instrumento de medida de potencial de geração de lucro por parte das empresas. O segmento do Novo Mercado apresentou retorno de 11,47%; o Nível 2 obteve 1,46%; e o Nível 1 obteve 5%.

Por fim, a margem líquida indica quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de receita. Como se observa na Figura 9, o segmento financeiro apresenta lucros líquidos relativamente altos em relação ao total de receita, ou seja, a margem de lucro dessas instituições é alta.

Podemos concluir através da análise apresentada anteriormente, que as empresas que possuem um sistema de Governança Corporativa avançado apresentaram, em todos os índices de rentabilidade, resultados superiores em relação aos demais níveis. A situação econômica favorável das empresas no nível Novo Mercado pode ser constatada de forma auspiciosa tanto pelos investidores que procuram instituições para alavancarem seu capital, como também por outros administradores e gestores incentivando-os a aderirem ao Novo Mercado.

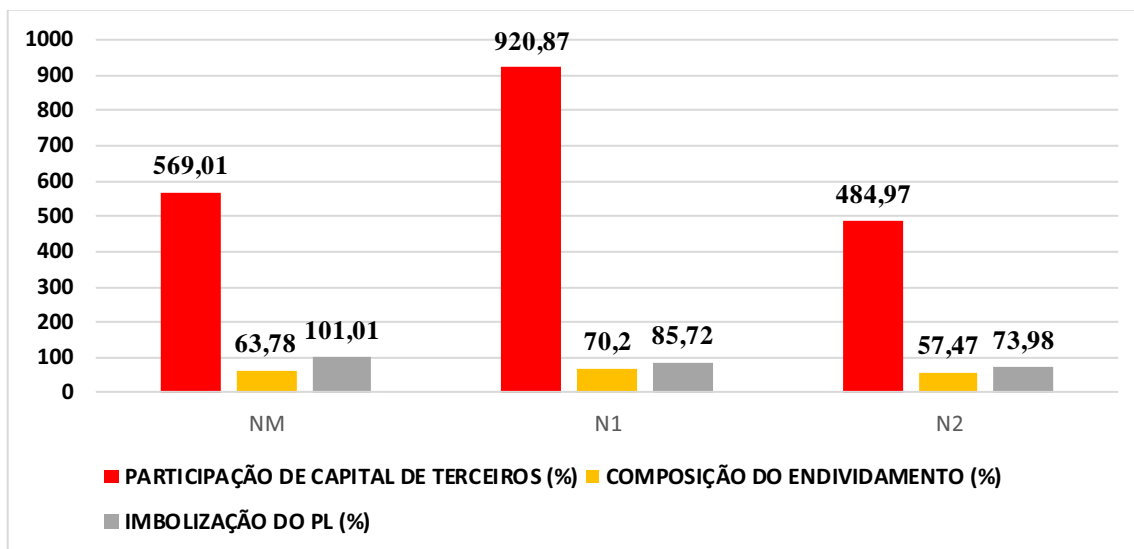
5.1.2. Análise financeira: estrutura de capital e liquidez

Índices da natureza de estrutura de capital nos mostram as grandes linhas de decisões financeiras em termos de obtenção e aplicação de recursos. O entendimento quanto ao conceito de estrutura de capital e a busca pela forma de financiamento que mais se adequa as necessidades e as peculiaridades de cada empresa são imprescindíveis para todo gestor.

A Figura 10 foi elaborada com índices médios (2011-2013) das empresas dos três níveis de governança. Comumente, quanto menor os resultados dos índices de estrutura de capital, melhor a situação financeira da empresa. Entretanto, conforme

explicado anteriormente, ao analisarmos instituições financeiras, algumas ponderações devem ser feitas.

Figura 10. Gráfico comparativo dos índices de estrutura de capital



Se examinarmos a Figura 10, podemos observar elevados índices de endividamento das empresas de intermediação financeira, serviços diversos e seguradoras. Contudo, o Passivo Circulante, obrigações vencíveis no prazo de um ano, e o Passivo Não Circulante, obrigações da empresa vencíveis a prazo superior a um ano, configuram como um forte instrumento de geração de receita de intermediação financeira. As captações de depósitos a vista, por exemplo, são utilizadas como empréstimos acrescidos de taxa de juros, gerando ganhos de capital.

Tomemos como exemplo o Banco do Brasil (NM), instituição de caráter especial, pois acumula funções de banco de desenvolvimento e serviços vinculados ao Governo Federal, como já mencionamos no capítulo dedicado ao Sistema Financeiro Nacional. O Banco do Brasil, em 2013, contabilizou R\$ 1.231.690.328.000,00 na soma de seu Passivo Circulante e Passivo Não Circulante, esse valor representa aproximadamente 94,46 % das suas origens de recursos, ou seja, a parte contábil representada pelo Patrimônio Líquido (capital dos acionistas) é irrelevante, o que gera um aumento significativo na participação de capital de terceiros.

Na média, considerando todas as instituições, para os anos de 2011, 2012 e 2013, para cada R\$ 100,00 de capital próprio as instituições do Novo Mercado tomaram

R\$ 569,01 de capital de terceiros, as instituições do Nível 1 R\$ 920,87 e as instituições do Nível 2 R\$ 484,97.

Após explicar a participação de capitais de terceiros no balanço patrimonial das instituições financeiras é de suma importância conhecer qual a composição dessas dívidas, de curto ou longo prazo. Geralmente, dívidas de curto prazo tendem a possuir caráter mais negativo, devido ao limitado prazo para geração de recursos.

O índice de composição do endividamento nos mostra qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação a obrigações totais. Os resultados para os três níveis foram semelhantes. Para o Nível 1, a composição média foi de 70,2% de dívidas de curto prazo; o Nível 2 apresentou 52,47 %; e Novo Mercado 63,78%.

Nos três níveis de governança corporativa as instituições apresentaram endividamento de curto prazo elevado. No caso das instituições de intermediação financeira (Banco do Brasil, Bradesco, Sofisa, Daycoval, Itaú Unibanco e Santander), esses dados podem ser explicados pelo recebimento de depósitos à vista de clientes, que são contabilizados no Passivo Circulante.

A imobilização do patrimônio líquido nos indica quanto a empresa aplicou no ativo permanente para cada R\$ 100,00 de Patrimônio Líquido. Resultados inferiores à 100% indicam que a empresa aplicou parte dos recursos no ativo circulante. Em termos contábeis essa parcela é chamada de capital circulante próprio (CCP), ou seja, o CCP é a parte do patrimônio líquido investida no Ativo Circulante (Capital de Giro). Se o resultado for superior a 100%, significa dizer que a empresa utilizou de recursos de terceiros para financiar o ativo permanente. Em certos ramos de atividade é comum imobilizar além do patrimônio líquido (MATARAZZO, 2010).

Nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa, as instituições destinaram parcela do seu patrimônio líquido ao ativo circulante. 14,21% em média nas empresas do Nível 1; e 26,02% no Nível 2. O resultado médio do Novo Mercado, 101,01%, foi impulsionado pelas empresas Cetip e Cielo, classificadas pela BM&FBOVESPA como prestadoras de serviços diversos, por operarem na integralização do mercado de capitais. Ambas empresas possuem dentro do seu rol de produtos e serviços, uma quantidade significativa de bens de capitais, comparada com empresas de intermediação financeira e seguradoras.

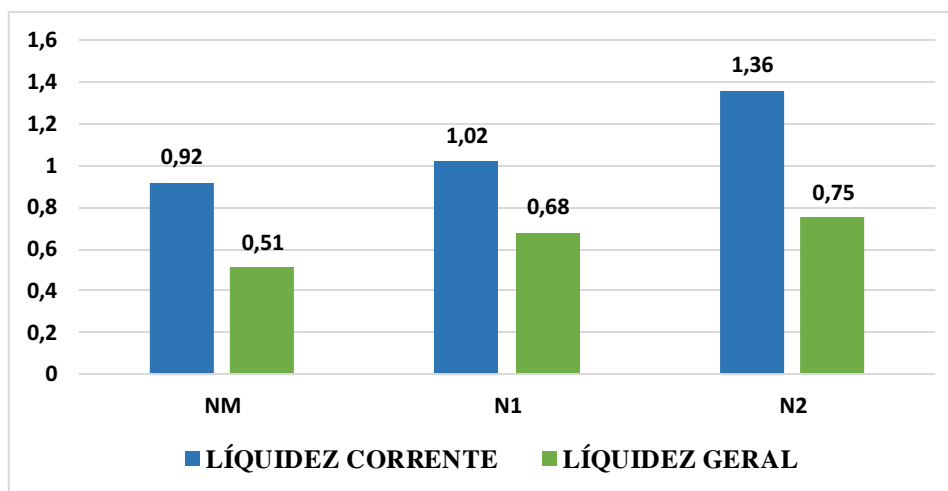
Para completar nossa análise da situação financeira das empresas selecionadas, abordaremos o conceito de liquidez. Índices desse grupo mostram a base da situação

financeira da empresa. A liquidez é uma característica fundamental a considerar em uma decisão de investimento.

“É comum confundirem índices de liquidez com índices de capacidade de pagamento. Os índices de liquidez não são índices extraídos do fluxo de caixa que comparam as entradas com as saídas de dinheiro. São índices que, a partir do confronto dos ativos circulantes com as dívidas, procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa” (MATARAZZO, p. 99, 2010).

Nessa categoria de índices, quanto maior melhor. O Nível 2 de Governança apresentou resultado superior em relação ao Novo Mercado e Nível 1. A Figura 11 ilustra a comparação entre os três níveis de Governança. No que tange à liquidez geral, o comportamento das empresas foi menos discrepante, no que diz respeito a liquidez corrente, a diferença foi maior.

Figura 11. Gráfico comparativo dos índices de liquidez



O entendimento de liquidez é fundamental para todas as instituições do mercado financeiro e de capitais. Em suma, liquidez remete à capacidade de uma instituição honrar com suas dívidas no vencimento determinado. Ao abordar o conceito de liquidez, é importante destacar que se uma determinada instituição financeira falha com esse compromisso, todo o sistema pode estar comprometido, o que pode ser definido como risco de liquidez, podendo ser dividido em risco de fluxo de caixa e risco de mercado (FEBRABAN, 2005).

“O risco de liquidez de Fluxo de Caixa pode ser definido como sendo a possibilidade da ocorrência de descasamentos entre os pagamentos e os recebimentos que afetem a capacidade de pagamento da instituição. O risco de liquidez de mercado pode ser ocasionado pela perda na liquidação de uma posição de participação relativamente significativa no mercado e/ou de uma estratégia de liquidação acordada e/ou de características da operação e/ou da perda de valor dos ativos que compõem a liquidez” (FEBRABAN, p. 3, 2005).

O planejamento do nível de liquidez para instituições do mercado financeiro é de suma importância, pois aumenta a probabilidade do sucesso em momentos de crise e também determinante para imagem da instituição (FEBRABAN, 2005).

Nesse grupo de índices, apesar da semelhança entre os níveis de Governança Corporativa, cabe destaque para as instituições Daycoval (N1), Bradesco (N1), Cetip (NM) e SulAmerica (N2), que apresentaram níveis de liquidez superiores às demais empresas analisadas.

5.2. Mercado de ações

Como componente adicional, trataremos de forma breve como analisar o mercado de ações, através de dois métodos: i) análise financeira e fundamentalista; ii) análise técnica ou gráfica

A análise financeira consiste basicamente no que foi realizado anteriormente, verificar, por meio de índices calculados a partir das demonstrações financeiras, a atual situação da empresa e suas projeções futuras. A análise fundamentalista complementa a análise financeira, acrescentando variáveis de avaliação de ações aos indicadores financeiros. Apresentaremos dois indicadores mais utilizados para a análise fundamentalistas: Preço/Valor Patrimonial da ação⁴ (P/VPA), Preço/Lucro Líquido da Ação⁵ (P/LPA).

Uma importante ressalva deve ser feita. As análises fundamentalistas e grafistas aqui apresentadas estão desvinculadas do objetivo maior dessa pesquisa. Representam, apenas, análises complementares às análises financeiras e econômicas anteriormente realizadas e não foram desenvolvidas para a mesma delimitação temporal (2011-2013) das análises financeiras e econômicas

A ideia principal é verificar, ainda que superficialmente, se o comportamento das empresas do segmento do Novo Mercado se distingue do comportamento das

⁴ Valor do número total de ações dividido pelo patrimônio líquido do exercício

⁵ Valor do número total de ações dividido pelo lucro líquido do exercício.

empresas dos outros níveis de GC (Níveis 1 e 2), considerando outras formas de analisar (análise fundamentalista e análise gráfica).

Segundo o *site Infomoney*⁶, a forma como devemos interpretar o P/LPA e o P/VPA é a seguinte:

- **Preço/Valor Patrimonial por ação (P/VPA):** Indica quanto o mercado aceita pagar para cada real que os acionistas investirem na empresa. Por exemplo, se o P/VPA da companhia é 1,5, significa dizer que o mercado está disposto a pagar R\$ 1,5 por cada R\$ 1 que os acionistas investirem na empresa. O mesmo raciocínio vale para P/VPA inferiores a 1, nesse caso o mercado aplica um desconto no capital investido pelos acionistas.
- **Preço/Lucro líquido por ações (P/LPA):** Expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu lucro líquido. Assim como P/VPA, quanto maior o indicador mais cara está a ação em relação a sua geração de lucro.

A Tabela 25 apresenta as ações comercializadas na BM&FBOVESPA e os respectivos códigos. Observa-se que empresas do segmento Nível 1 e Nível 2 de Governança possuem ações ordinárias (final 3) e preferenciais (final 4), diferentemente do que acontece com empresas do Novo Mercado, que apenas emitem ações ordinárias.

Tabela 25. Ações comercializadas BMF&FBOVESPA

GC	Empresa	Código ação
NM	Banco do Brasil	BBS3
	Cielo	CIEL3
	Cetip	CTIP3
	Porto Seguro	PSSA3
N2	SulAmerica	SULA11
	Santander	SANB3
		SANB4
Sofisa	SFSA4	
N1	Daycoval	DAYC4
	ItauUnibanco	ITUB3
		ITUB4
	Bradesco	BBDC3
		BBDC4

⁶Portal dedicado aos agentes que operam no mercado de ações. (<http://www.infomoney.com.br>)

Para o cálculo do P/LPA e P/VPA (Figuras 12, 13 e 14) foram utilizados dados dos relatórios referentes ao terceiro trimestre de 2014, com preço de fechamento do dia 30 de setembro de 2014.

Figura 12. Gráfico com a relação entre preço das ações e seu lucro líquido por ação (Preço/LPA)

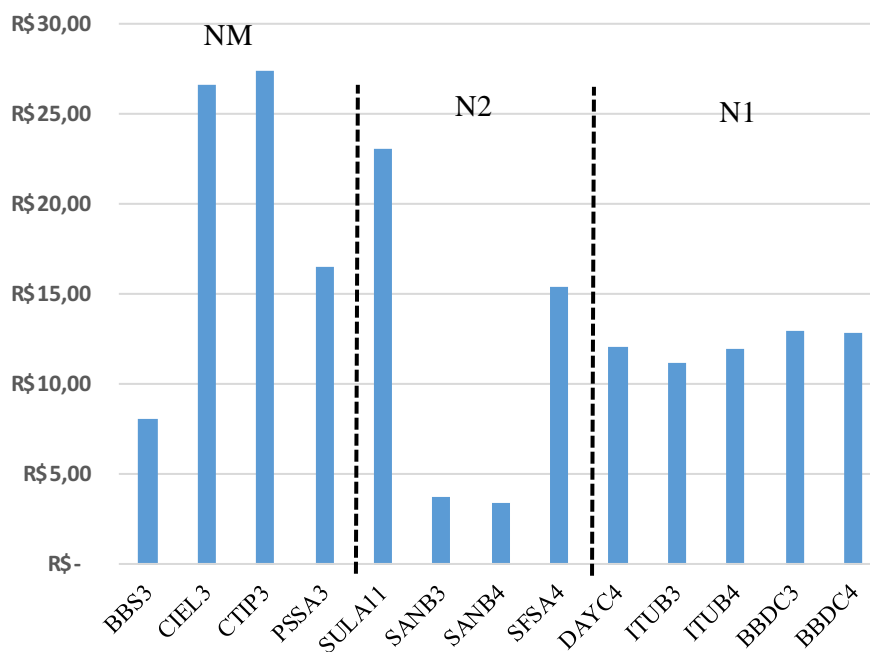


Figura 13. Gráfico com a relação entre preço das ações e seu valor patrimonial (Preço/VPA)

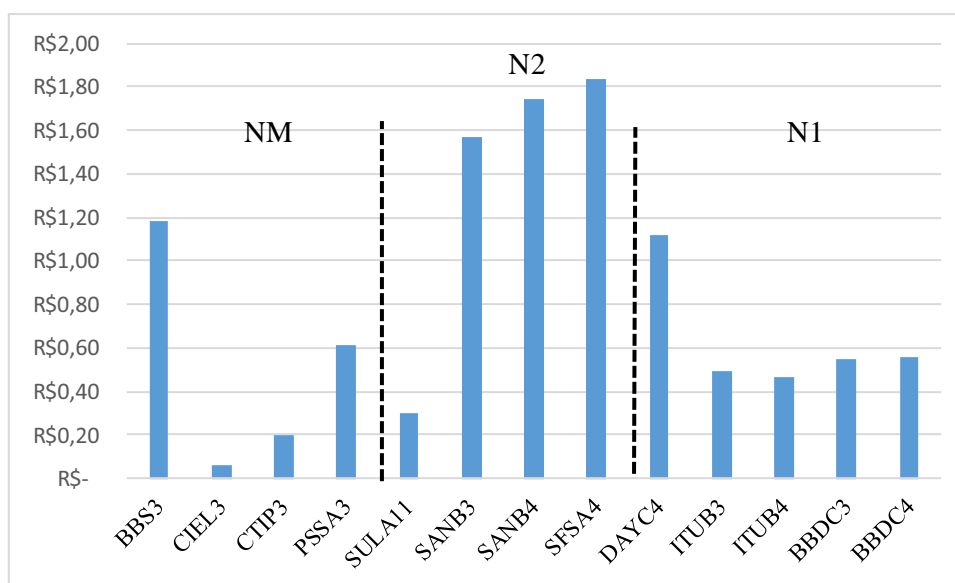
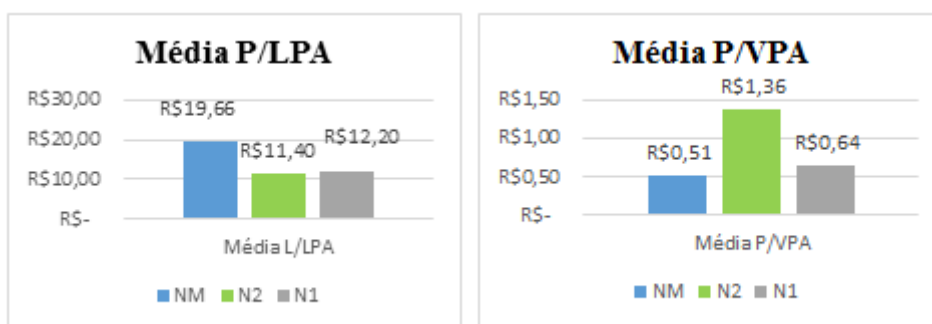


Figura 14. Média do L/LPA e P/VPA nos três níveis de GC.



É um consenso entre os investidores, ao examinar o mercado de ações, realizar comparações entre empresas do mesmo setor de atuação. Empresas que apresentam valores elevados do seu P/LPA estão bem cotadas no mercado, ou seja, os agentes estão dispostos a pagar um valor acima da sua geração de lucro, acreditando que terão ganhos. Com relação ao P/VPA, valores acima de R\$ 1,00 indicam que o mercado está disposto a pagar valor maior que os acionistas da empresa (PUGA, 2012).

Podemos depreender dos gráficos e dados calculados que, na média, as instituições financeiras do Novo Mercado, comparada com as do N1 e N2, estão com maior credibilidade no mercado financeiro. Os investidores estão confiando na sua perenidade, gestão e na sua capacidade de geração de lucro. O L/LPA do Novo Mercado é 72,45% superior ao apresentado pelo Nível 2 e 61,14% maior que o apresentado pelo Nível 1 de Governança.

Com relação ao P/VPA, o destaque é para as empresas do Nível 2, o que pode ser explicado pelo alto ROE das empresas desse nível.

A análise técnica ou gráfica não está preocupada em analisar os fundamentos da empresa. Seu foco está centrado no comportamento dos preços das ações, na identificação do momento correto para comprar e vender determinada ação. Seu princípio básico é de que determinada ação segue tendências e padrões ao longo da série histórica e que esse tipo de tendência e padrão se repete, possibilitando elaborar estratégia de decisão.

Existem diversas técnicas de análise gráfica, sendo indispensável combinar técnicas para decidir o momento correto de comprar ou vender determinada ação. Demonstraremos três combinações de técnicas de como se comportaram as ações: taxa de variação (ROC), média da amplitude de variação (ATR) e média móvel exponencial (EMA).

Para Puga (2012), os indicadores de análise técnica selecionados, em suma, são definidos como:

- **Média Móvel Exponencial (EMA):** É uma média de amostra de preços que varia conforme novos preços são conhecidos. A medida que novos preços vão sendo conhecidos, dados passados são deixados para trás e novos valores são assumidos. A média móvel exponencial atribui pesos exponencialmente decrescentes quanto mais antigas forem as cotações do ativo
- **Taxa de Variação (ROC):** O ROC indica quanto determinado ativo variou em determinado período, dividindo-se o último preço pelo preço de N períodos passados. O ROC aumenta conforme os preços aumentam e diminui conforme os preços diminuem. Ele apresenta padrões cíclicos, podendo antecipar movimentações.
- **Média da Amplitude de Variação (ATR):** O ATR é um indicador que mede a volatilidade de um ativo, levando em consideração que muitas vezes um ativo é sujeito a falhas de precificação. Não consiste em um indicador de direção, o ATR é um indicador exclusivo que reflete o grau de interesse ou desinteresse do ativo, seja qual for sua direção.

Para elaboração dos gráficos de análise técnica das ações de todas as empresas analisadas (Figuras 15-27), foi considerado o período de 01/07/2014 à 31/12/2014. Ressaltando que o intuito dessa pesquisa não é mostrar a melhor estratégia para compra e venda de ações, tampouco discutir a subjetividade no mercado de ações. Objetivamos apenas demonstrar como se comportaram as ações, conforme os níveis diferenciados de Governança Corporativa.

Figura 15. Indicadores Grafistas BBAS3 (NM)

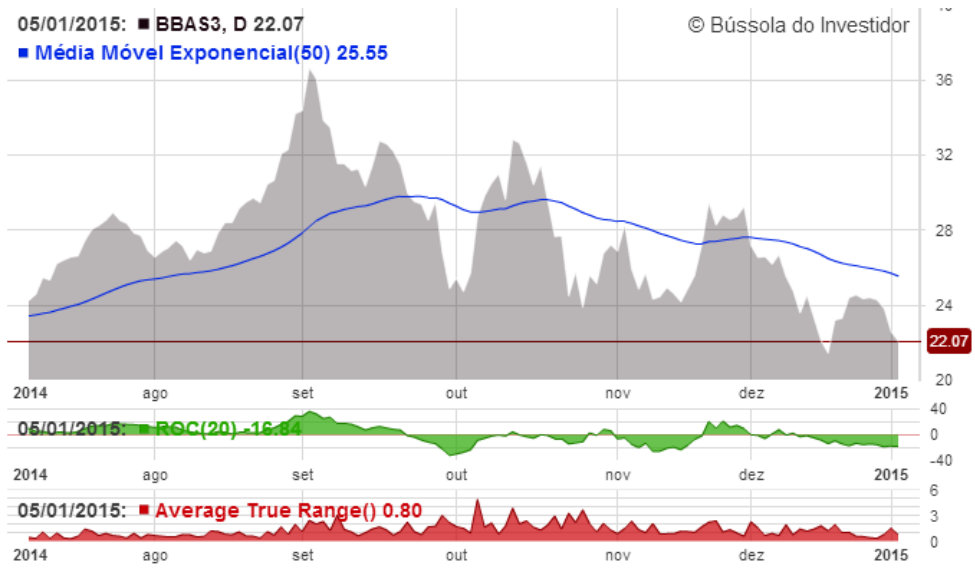


Figura 16. Indicadores Grafistas CIEL3 (NM)

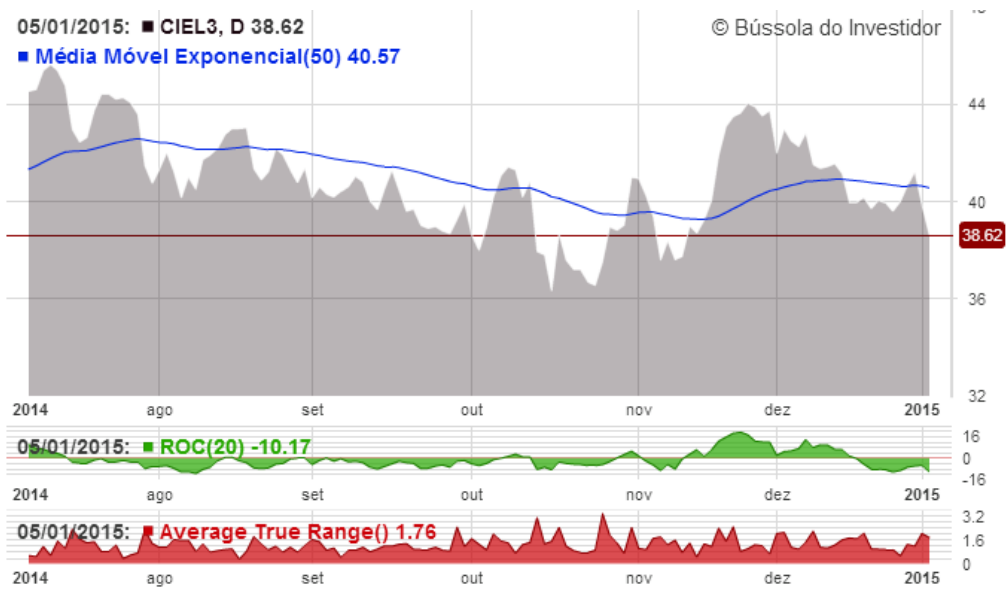


Figura 17. Indicadores Grafistas CTIP3 (NM)

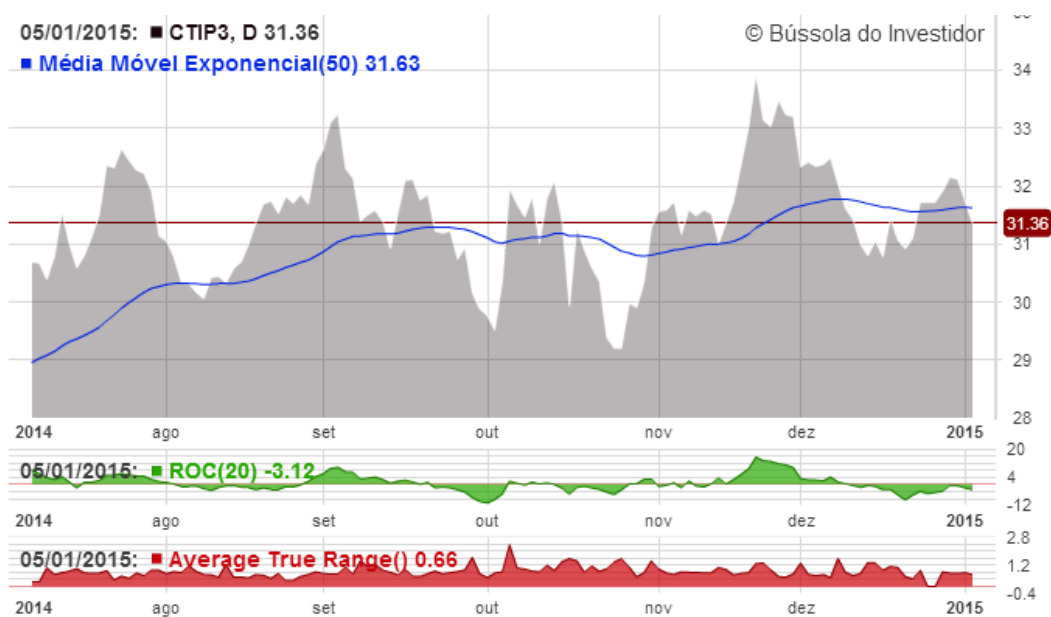


Figura 18. Indicadores Grafistas PSSA3 (NM)

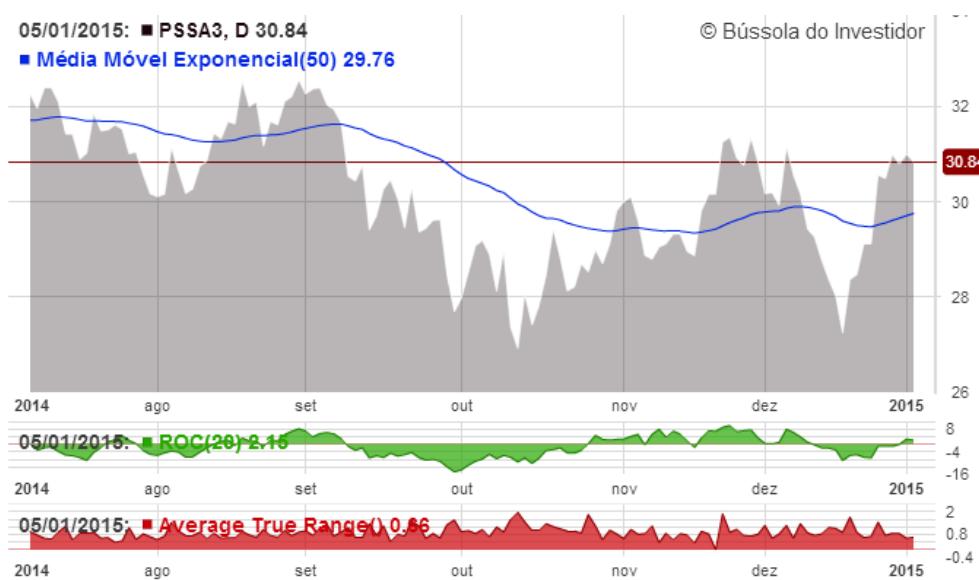


Figura 19. Indicadores Grafistas SANB3 (N2)

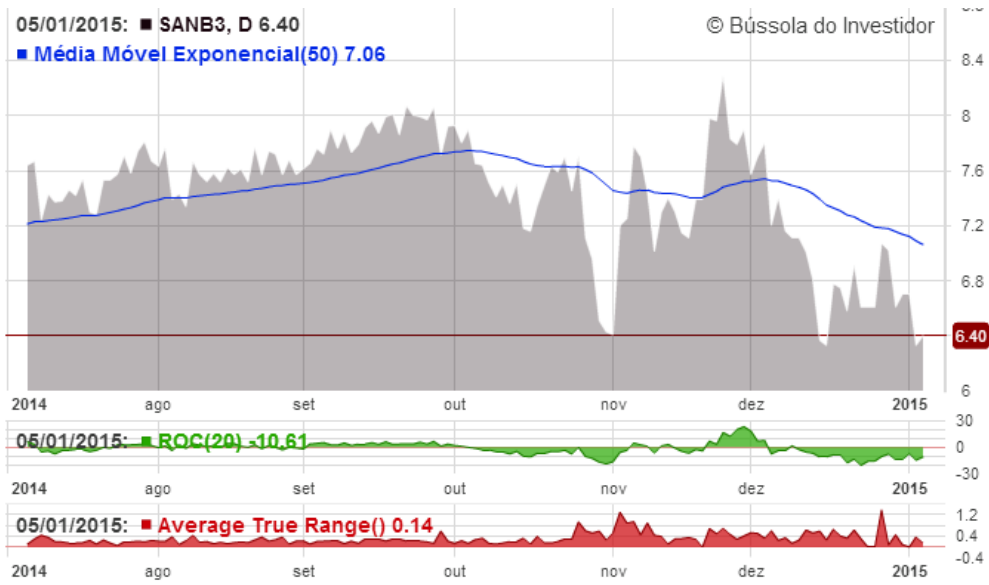


Figura 20. Indicadores Grafistas SANB4 (N2)

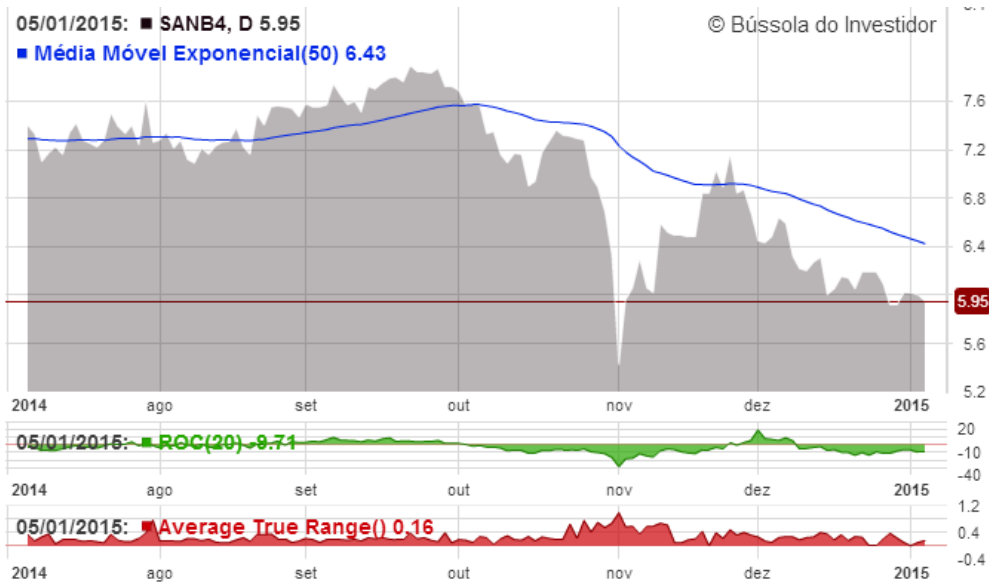


Figura 21. Indicadores Grafistas SFSA4 (N2)

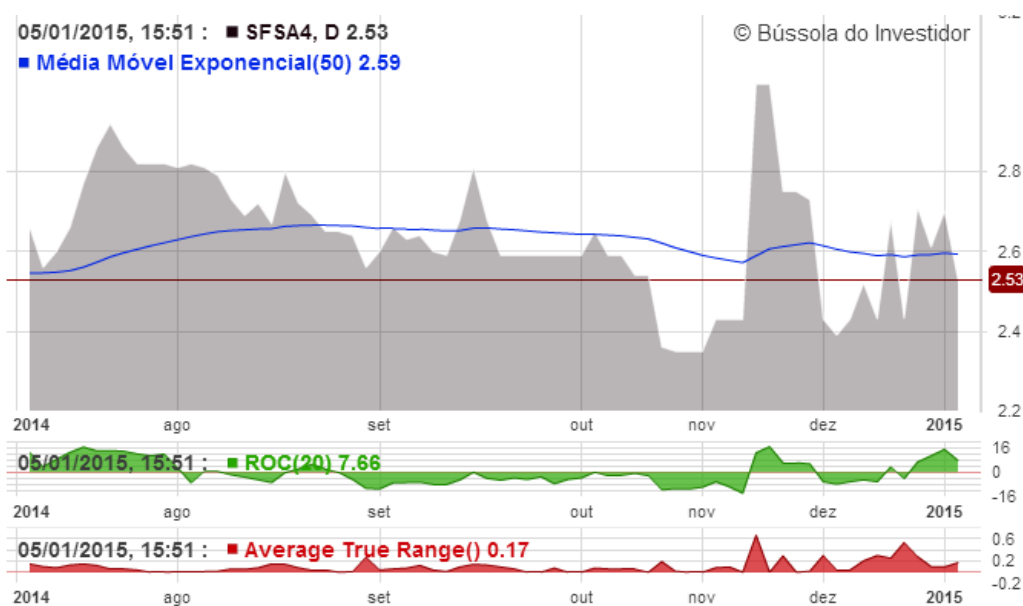


Figura 22. Indicadores Grafistas SULA11 (N2)



Figura 23. Indicadores Grafistas ITUB3 (N1)

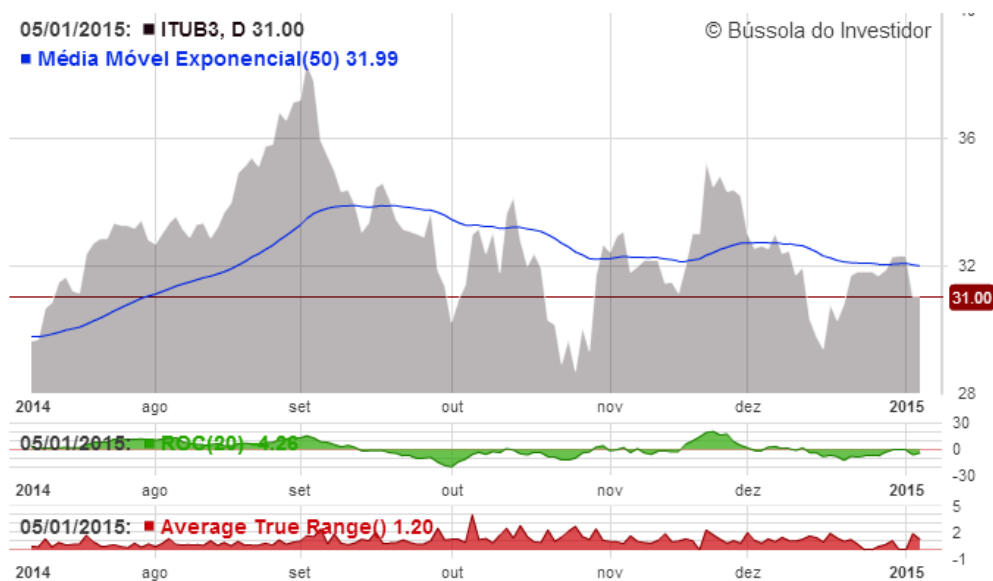


Figura 24. Indicadores Grafistas ITUB4 (N1)

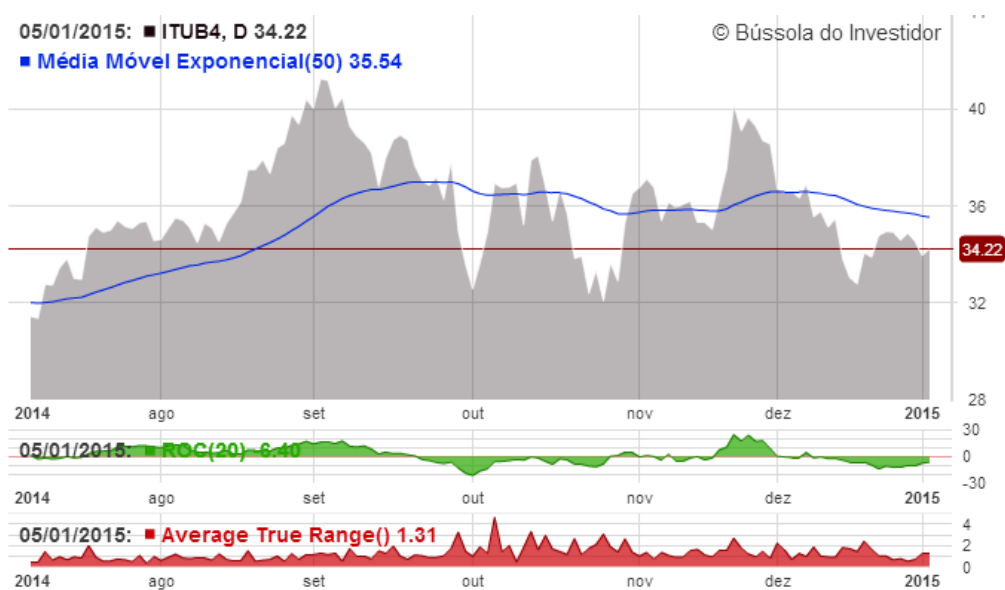


Figura 25. Indicadores Grafistas BBDC4 (N1)

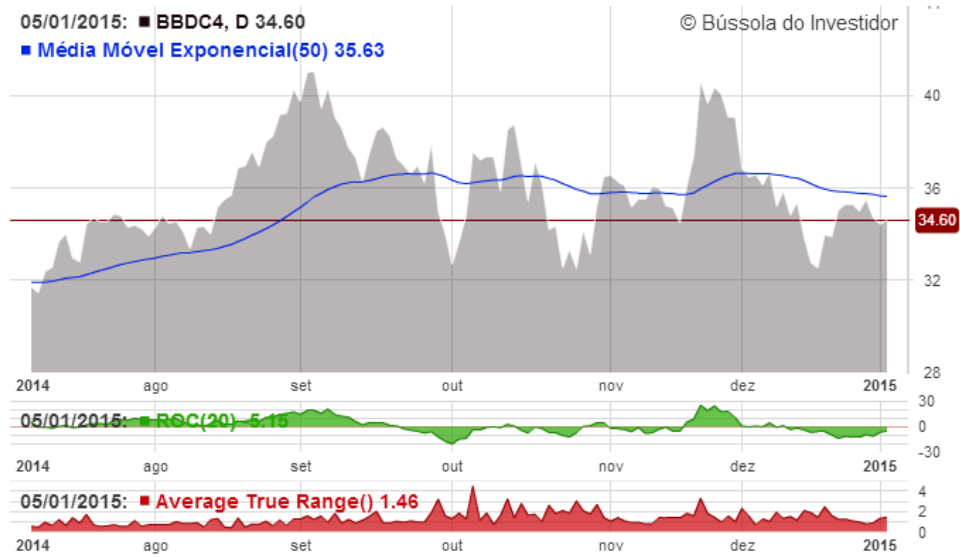


Figura 26. Indicadores Grafistas BBDC3 (N1)

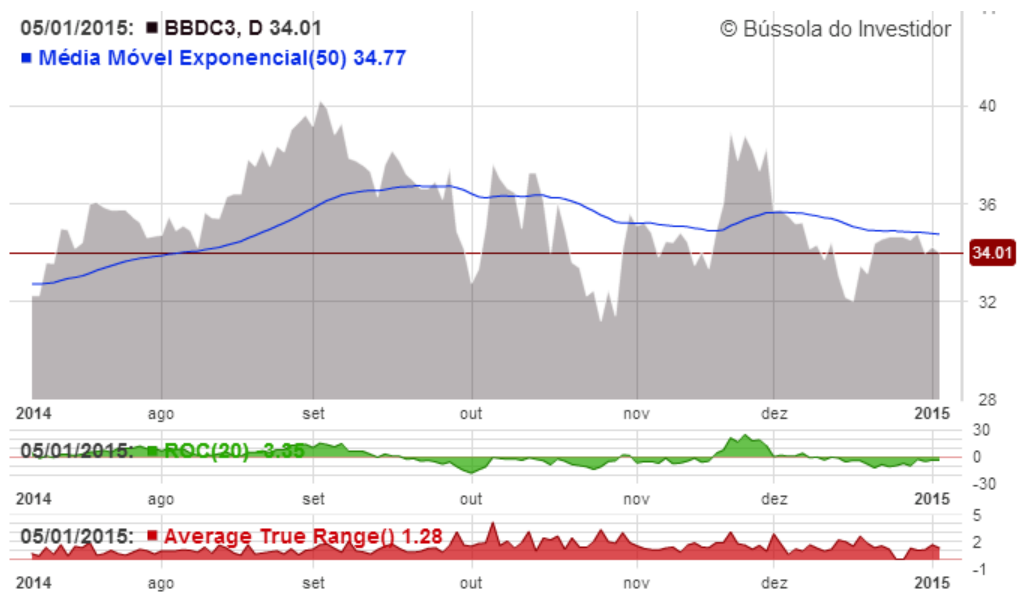


Figura 27. Indicadores Grafistas DAYC4 (N1)



Apesar das semelhanças entre as empresas dos diversos níveis de Governança Corporativa do segmento financeiro, podemos depreender dos gráficos apresentados que as empresas com nível Novo Mercado, em geral, apresentaram oscilação menor na média móvel exponencial (EMA) comparada às empresas do Nível 1 e Nível 2.

O ROC, que aumenta conforme os preços aumentam e diminui conforme os preços diminuem, apresenta capacidade de antecipar padrões cíclicos. As empresas pertencentes ao Nível 2 apresentaram menor variação no ROC, ou seja, os preços permaneceram mais constantes nesse nível de governança, dificultando prever movimentações de compra e venda.

Com relação ao ATR, desenvolvido para perceber as distorções nos preços das ações, novamente destacam-se as empresas Novo Mercado. Tal fato pode ser explicado devido ao alto interesse de investidores por empresas dessa listagem (PUGA, 2012).

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Durante os últimos anos houve uma mudança significativa na estrutura do mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário. Neste período, observamos grande aumento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões de títulos. Este crescimento foi fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros e aumento de empresas com capital aberto.

Como consequência desse avanço, observam-se crescentes pressões da sociedade e de órgãos reguladores por responsabilidade corporativa. Nesse contexto que surge a importância da Governança Corporativa, com o objetivo de minimizar as falhas existentes no mercado. A adoção das práticas de governança proporciona o aperfeiçoamento da relação com os investidores (*stakeholder*) sendo, ao mesmo tempo, um incentivo aos gestores para tornarem suas decisões mais alinhadas aos interesses da empresa e seus acionistas, solidificando a percepção positiva da empresa no mercado, culminando na sua perenidade no mercado e na criação de valor aos seus acionistas e investidores em geral.

Procurou-se colaborar para o debate na temática sugerindo e apontando a relação dos diferentes níveis de Governança Corporativa para o resultado das empresas selecionadas. Para tanto, foram calculados e analisados os índices de rentabilidade, estrutura de capital e liquidez para cada empresa da amostra.

Pela particularidade das instituições financeiras, os índices de rentabilidade se apresentaram como fundamentais para analisar empresas desse segmento. O grupo de empresas investigado e que fazia parte do Novo Mercado apresentou resultado superior em relação às empresas pertencentes aos demais níveis de Governança Corporativa. A situação econômica favorável das empresas pertencentes ao Novo Mercado pode ser constatada de forma auspiciosa tanto pelos investidores que procuram instituições para alavancarem seu capital, como também por outros administradores e gestores incentivando-os a aderirem ao Novo Mercado.

A importância dos conceitos envolvidos nessa pesquisa e a potencialidade de aplicação deles a um universo crescente de empresas merece a atenção daqueles que militam como pesquisadores acadêmicos, investidores e pessoas relacionadas aos modelos de gestão das empresas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José P. Governança Corporativa. São Paulo, Atlas, 2009.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Atlas, 2008.

BABIC, V. Corporate governance problems in transition economies. Winston-Salem: Wake Forest University, *Oscial Science Research Seminar*, 2003.

BLAIR, M. M. For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, v. 31, p. 195-200, 1999.

CAVALCANTE, F.; YOSHIO, J. Mercado de capitais. São Paulo: Campus, 2008.

DAMODARAN, Aswath. *Valuation: Como avaliar e escolher as melhores ações*. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

FEBRABAN. Comissão de gestão de riscos subcomissão de gestão de riscos de mercado: noções de gestão do risco de liquidez e políticas de contingência. Disponível em:

<http://www.febraban.org.br/7Rof7SWg6qmyvwJcFwF7I0aSDf9jyV/sitefebraban/Gestao-de-Risco-de-Mercado.pdf>. Acesso 04 de janeiro de 2015.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

JENSEN, Michael. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.14, n.3, p. 4-17, 2001.

LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando A.S. F.; PIMENTEL, Renê Coppe (Org.). Curso de mercado financeiro: tópicos especiais. São Paulo: Atlas, 2012.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. Fundamentos de metodologia científica. São Paulo: Atlas, 1985.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise Financeira de Balanços. São Paulo: Atlas, 2010.

MATHIESEN. *Management ownership and financial performance*. PhD dissertation, Copenhagen Business School, 2002.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. São Paulo: Atlas, 2017.

PUGA, Rodrigo. Formação de *traders*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2007.

SECURATO, J. R. Mercado Financeiro – conceitos, cálculos e análise de investimento. São Paulo: Editora Saint Paul, 2009.

SILVA, André Luiz Carvalhal. Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.