

Área Temática: Finanças

Título do Trabalho: Relação entre Níveis de Governança e Volatilidade das Ações na Bovespa

AUTOR

PAULO DA ROCHA FERREIRA BORBA

Universidade Anhembi Morumbi
pfborba@uol.com.br

Resumo

Este trabalho tem como objetivo analisar a relação entre a classificação de determinada ação de uma empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e seu nível de volatilidade. A pesquisa empírico – analítica realizada teve a amostra composta por todas as ações de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante os períodos considerados: de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008; de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008; de 04 de maio a 04 de novembro de 2008; e de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008. Estes períodos foram marcados pelo recrudescimento gradual da crise financeira que atingiu os Estados Unidos e o mundo, o que tornou o mercado acionário extremamente volátil. Os resultados descritivos e do teste de Mann-Whitney para comparação das médias de volatilidade corroboraram com a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança acarreta um menor grau de volatilidade às ações das empresas que compõem níveis diferenciados de governança corporativa. Este menor grau de volatilidade revelou-se mais significativo ao longo do tempo e pode ser considerado como reflexo dos maiores níveis de reputação e transparência dessas empresas.

Abstract

This study aims to examine the relationship between the classification of certain stock of a company in different levels of corporate governance and their level of volatility. The analytical - empirical research considered a sample that was composed of all the stocks of companies listed on the Stock Exchange of São Paulo during the periods: from 04th October to 4th November 2008; from 04th August to 4th November 2008; from May 04th to November 4th, 2008; and from November 4th, 2007 to 04th November 2008. These periods were marked by gradual intensification of the financial crisis that hits the United States and the world and which made the stock market extremely volatile. The descriptive and the Mann-Whitney test results corroborate the hypothesis that the adoption of good corporate governance leads to a lower degree of volatility to the stocks of companies that are classified in higher levels of corporate governance. This lower degree of volatility was more significant over time and can be considered as a reflection of higher levels of reputation and transparency of these companies.

Palavras-chave: governança corporativa; volatilidade; mercado de ações

Introdução

O tema da governança corporativa faz parte cada vez mais da pauta dos estudos acadêmicos e do planejamento estratégico das organizações. A relevância deste tema se dá não só pelo vasto espaço teórico e conceitual a ser percorrido e desenvolvido, como também envolve aspectos bastante práticos e vitais para as empresas, quais sejam, o alinhamento de interesses entre proprietários e executivos e a capacidade de captação de recursos financeiros no mercado de capitais. Dada esta importância, iniciativas como a elaboração do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), foram realizadas a fim de que estudos teóricos sobre o tema e suas implicações práticas fossem estudadas e analisadas.

Este trabalho tem como objetivo analisar a relação entre a classificação de determinada ação de uma empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e seu nível de volatilidade. O estudo concentrou-se em quatro períodos de tempo: de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008; de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008; de 04 de maio a 04 de novembro de 2008; e de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008. Estes períodos foram marcados pelo recrudescimento gradual da crise financeira que atingiu os Estados Unidos e o mundo, o que tornou o mercado acionário extremamente volátil. Dessa forma, este estudo busca analisar a relação entre o nível de governança corporativa de determinada ação de empresa listada na Bovespa e seu grau de volatilidade para estes períodos, a fim de que se possa observar se a adoção de boas práticas de governança acarreta um menor grau de volatilidade às ações destas empresas negociadas em bolsa, uma vez que se espera que os investidores apresentem um comportamento mais cauteloso e racional, mesmo em tempos de crise, dadas a maior transparência e responsabilidade demonstradas por parte dessas empresas.

Conceitos de Governança

Em um sentido mais amplo, a governança corporativa pode ser descrita como uma situação-problema que envolve um grupo de agentes, isto é, o corpo diretivo de uma organização, e múltiplos principais, como acionistas, credores, fornecedores, clientes, empregados, entre outros (BECHT *et al.*, 2005). Esta descrição alinha-se muito ao modo como Jensen e Meckling (1976) descreviam uma empresa: umnexo de contratos. Neste sentido, toda a organização estaria envolvida com problemas de agência, ou seja, estaria permeada por relações entre principal e agente, as quais muito provavelmente produziriam conflitos de interesse e, logo, ineficiências.

A visão mais tradicional de governança aponta para a necessidade de se atender a um grupo específico de principais que seriam os acionistas. Segundo Williamson (1979), os acionistas constituem o grupo relativamente menos protegido do que os demais, assim, a maximização do valor para o acionista deveria ser o norteador de todas as ações e decisões dentro de uma organização com fins de lucro. Esta visão é ainda bastante defendida por autores como Jensen (2001), segundo o qual a maioria dos economistas financeiros, quando perguntados sobre a função-objetivo da corporação, simplesmente responderia que os executivos devem ter um critério claro e lógico para tomar decisões e terem seu desempenho avaliado, e que este critério deve ser a maximização do valor da empresa. Um argumento simples, exposto por Sundaram e Inkpen (2001), é o fato de esta abordagem ter sido a predominante nos últimos 150 anos, período em que nenhuma outra se mostrou mais eficiente.

Dessa forma, Jensen (2001, p. 9) afirma que a teoria dos *stakeholders*, que defende o atendimento dos interesses dos diversos grupos de interesse, na realidade atenderia aos interesses oportunistas dos executivos, deixando-os livres para tomar decisões com base em seu próprio julgamento, já que não poderiam ser avaliados com base em critérios objetivos. De acordo com o autor, sem a clareza de uma missão fornecida por um único objetivo corporativo, "[...] companhias que adotam a teoria dos *stakeholders* acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência, e, talvez, fracasso corporativo." (JENSEN, 2001, p. 9). Para Jensen (2001, p. 13) o bem estar social é maximizado quando todas as empresas buscam maximizar seu próprio valor, haja vista que o valor da firma seria simplesmente o valor de mercado de longo prazo dos fluxos esperados de benefícios.

Além do argumento conceitual da teoria da firma em favor do direito residual dos acionistas, a argumentação tradicional apresentada por Sternberg (1999, p. 23), afirma que, como os acionistas são os *stakeholders* que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à corporação, é em favor deles que as decisões devem ser tomadas. Sob este ponto de vista, todos os participantes da corporação possuem contratos explícitos ou implícitos que os permitem saber de antemão quanto e quando serão remunerados, exceto os acionistas. Com relação à hierarquia de recebimentos, o risco do acionista é maior, pois ele somente receberá remuneração se todos os outros públicos de interesse forem antes remunerados. Ademais, no caso de problemas de competitividade da companhia, todos os *stakeholders* podem deixar de renovar seus contratos e migrar para outras companhias (por exemplo, os empregados podem mudar de emprego, os fornecedores podem deixar de vender insumos, os credores podem deixar de emprestar recursos etc.), enquanto os acionistas permanecem como os únicos *stakeholders* com "fundos perdidos" na companhia. Sundaram e Inkpen (2001, p. 3) ressaltam ainda que qualquer desvio do objetivo de maximizar o valor ao acionista pode levar a um incremento do problema de agência, originado pela separação entre propriedade e controle.

Em contrapartida, Donaldson e Preston (1995, p. 68) apresentam a teoria dos *stakeholders* como a tese de que todas as pessoas ou grupos com interesses legítimos e que participam de uma empresa, o fazem para obter benefícios e que, portanto, não existem motivos para a priorização de um conjunto de interesses em detrimento de outro. Segundo os autores, a teoria dos *stakeholders* não parte necessariamente do pressuposto de que os gestores são o único foco legítimo de controle corporativo e governança. Seguindo a linha de governança corporativa, outros autores como Hill e Jones (1992, p. 140) buscam relacionar a teoria dos *stakeholders* com a teoria de agência, criando a teoria de agência dos *stakeholders*, o que constituiria em uma teoria de agência generalizada. De acordo com esta concepção, os administradores seriam os agentes de todos os *stakeholders*, sendo que estes difeririam entre si de acordo com o poder e seu grau de interesse sobre empresa, o que acarretaria um constante desequilíbrio entre as forças envolvidas. Por sua vez, Evan e Freeman (1988, p. 102-103) afirmam que "[...] a administração tem o dever de salvaguardar o bem estar da entidade abstrata que é uma empresa [...]." Assim, a empresa teria que balancear as reivindicações dos múltiplos *stakeholders* para alcançar este objetivo. Dessa forma, observa-se o importante debate teórico-conceitual que vem sendo travado por pesquisadores em todo o mundo acerca do tema de governança corporativa.

No Brasil, segundo o IBGC, "governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso

ao capital e contribuir para a sua perenidade”. Em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2004), o IBGC ressalta os seguintes princípios da boa governança: transparência; equidade; prestação de contas; e responsabilidade corporativa. Os princípios transparência e prestação de contas são bastante alinhados e referem-se ao “desejo de informar” (p.9) da companhia. Por sua vez, os princípios de equidade e responsabilidade corporativa remetem à necessidade de “tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais “partes interessadas” (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores” (p.10). O mesmo Código, quando trata da missão do Conselho de Administração, instância essencial para o bom funcionamento da governança, afirma que “A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno do investimento” (p.18). Assim, percebe-se que o próprio Código do IBGC oferece uma visão que busca ser conciliadora entre as teorias de maximização do valor para o acionista e dos *stakeholders*, revelando o caráter multidisciplinar e multidimensional da construção dos principais conceitos relacionados à governança corporativa.

Níveis de Governança da Bovespa

Implantados em dezembro de 2000 pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance. A premissa básica da Bovespa é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação. A seguir, são apresentados os detalhes dos segmentos diferenciados de governança corporativa, quais sejam: Nível I, Nível II e Novo Mercado.

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por sua vez, as Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Já o Novo Mercado, este é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais exigentes que as presentes na legislação brasileira. As principais diferenciações entre os segmentos de mercado são apresentados no quadro 1.

Quadro 1: Quadro Comparativo dos Segmentos de Mercado

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: www.bovespa.com.br

Metodologia

Este trabalho tem como objetivo analisar a relação entre a classificação de determinada ação de uma empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e seu grau de volatilidade. O estudo concentrou-se em quatro períodos de tempo: de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008; de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008; de 04 de maio a 04 de novembro de 2008; e de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008. Estes períodos foram marcados pelo recrudescimento gradual da crise financeira que atingiu os Estados Unidos e o mundo, o que tornou o mercado acionário extremamente volátil.

A amostra foi composta por todas as ações de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante os períodos considerados. A volatilidade anualizada foi obtida no site da Bovespa, sendo calculado como o desvio-padrão dos preços das ações anualizado para a base de 252 dias úteis. Para analisar os resultados dessa pesquisa foi utilizado o programa SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*), através do qual foi possível realizar o teste de Mann-Whitney para comparação das médias de dois grupos. Este teste não-paramétrico é indicado para determinar se as médias de duas amostras são distintas. É importante observar que, considerando-se os resultados negativos do teste de normalidade de Kolgomorov-Smirnov aplicado para as amostras, não se assumiu que as populações estudadas apresentassem distribuição normal. Neste estudo, o teste de Mann-Whitney foi empregado combinando-se as quatro amostras da pesquisa de cada período de tempo, duas a duas, e caso o nível de significância calculado ficasse abaixo do valor de 0,05, então a hipótese nula seria rejeitada, ou seja, seria aceita a hipótese alternativa de que os grupos diferem em relação ao grau de volatilidade.

No que tange ao enfoque epistemológico, a pesquisa pode ser considerada como do tipo empírico – analítica. Segundo Martins (2002, p. 34), “Esta abordagem apresenta em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais”.

Dessa forma, o estudo busca analisar a relação entre o nível de governança corporativa de determinada ação de empresa listada na Bovespa e seu grau de volatilidade para estes períodos, a fim de que se possa observar se a adoção de boas práticas de governança acarreta um menor grau de volatilidade às ações destas empresas negociadas em bolsa. Assim, a hipótese nula seria a de que não há relação estatisticamente significativa entre a volatilidade do ativo e sua listagem ou não em determinado nível de governança corporativa da Bovespa, enquanto que a hipótese alternativa seria a de que há relação entre a volatilidade do ativo e a sua listagem em determinado nível de governança corporativa. O que se espera é que os ativos listados em níveis diferenciados de governança corporativa apresentem menor volatilidade, em um mesmo período, do que os ativos não listados ou listados em níveis inferiores de governança, uma vez que se espera que os investidores apresentem um comportamento mais cauteloso, mesmo em tempos de crise, dadas a maior transparência e responsabilidade demonstradas por parte dessas empresas.

Análise dos Resultados

Inicialmente são apresentados os resultados da estatística descritiva para cada um dos períodos considerados. O período de 1 mês, de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008, totalizou 442 ações e a média, número de ações e o desvio-padrão da volatilidade anualizada de cada nível de governança para este período são apresentados na tabela 1.

Tabela 1: Estatística Descritiva da Volatilidade Anualizada por Nível de Governança – Período de 1 Mês

Níveis de Governança	Média	N	Desvio-Padrão
Nível 1	151,3187	76	111,04613
Nível 2	130,2504	23	36,04025
Novo Mercado	128,5288	99	51,63106
Tradicional	190,0293	244	209,48177
Total	166,4875	442	166,35141

Observa-se que, durante o período analisado, a média da volatilidade dos ativos que compõem o nível de governança corporativa denominado "Novo Mercado" foi a menor dentre os grupos, atingindo o valor de 128,5288. Por outro lado, a média da volatilidade do grupo "Tradicional", ou seja, aquele composto por ativos de empresas listadas na Bolsa que não fazem parte de nenhum nível diferenciado de governança, alcançou 190,0293, o maior valor dentre os grupos. Além disso, percebe-se que as médias de volatilidade apresentam-se em uma seqüência crescente: "Novo Mercado", "Nível 2" (130,2504), "Nível 1" (151,3187) e, finalmente, "Tradicional". Estes resultados descritivos corroborariam com a hipótese de que um maior nível de governança corporativa de uma empresa refletiria em um menor grau de volatilidade de suas ações negociadas em Bolsa.

Para o período de 3 meses, de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008, a amostra totalizou 467 ações e a média, número de ações e o desvio-padrão da volatilidade anualizada de cada nível de governança para este período são apresentados na tabela 2.

Tabela 2: Estatística Descritiva da Volatilidade Anualizada por Nível de Governança – Período de 3 Meses

Níveis de Governança	Média	N	Desvio-Padrão
Nível 1	116,0945	78	97,81523
Nível 2	101,0300	24	54,08617
Novo Mercado	93,2428	99	31,38752
Tradicional	156,8296	266	152,64921
Total	133,6784	467	126,26749

A partir dos dados apresentados na tabela, é possível observar que a seqüência crescente de média de volatilidade para o período é mantida em relação ao período de 1 mês, qual seja: "Novo Mercado" (93,2428), "Nível 2" (101,0300), "Nível 1" (116,0945), e "Tradicional" (156,8296). Os resultados descritivos, novamente, corroboram com a hipótese de que as ações de empresas com níveis diferenciados de governança corporativa apresentam menor grau de volatilidade.

Em relação ao período de 6 meses, de 04 de maio a 04 de novembro de 2008, a amostra totalizou 468 ações e a média, número de ações e o desvio-padrão da volatilidade anualizada de cada nível de governança para este período são apresentados na tabela 3.

Tabela 3: Estatística Descritiva da Volatilidade Anualizada por Nível de Governança – Período de 6 Meses

Níveis de Governança	Média	N	Desvio-Padrão
Nível 1	91,0163	78	66,58813
Nível 2	80,0229	24	43,98202
Novo Mercado	74,5095	99	22,20540
Tradicional	142,1304	267	151,32784
Total	116,1220	468	122,06412

Para este período, observa-se que a média de volatilidade para todos os grupos reduziu-se em comparação com os períodos anteriores. Esta redução era esperada, uma vez que ao se ampliar o horizonte de tempo, reduz-se o grau de impacto de acontecimentos que possam vir a alterar o comportamento dos preços das ações. No entanto, a seqüência apresentada nos períodos anteriores foi mantida, ou seja, novamente foi corroborada a hipótese de que as ações de empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa apresentam graus menores de volatilidade.

Finalmente, em relação ao período de 12 meses, de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008, a amostra totalizou 470 ações e a média, número de ações e o desvio-padrão da volatilidade anualizada de cada nível de governança para este período são apresentados na tabela 4.

Tabela 4: Estatística Descritiva da Volatilidade Anualizada por Nível de Governança – Período de 12 Meses

Níveis de Governança	Média	N	Desvio-Padrão
Nível 1	75,4424	78	41,13909
Nível 2	72,1321	24	37,69701
Novo Mercado	65,6030	99	16,41069
Tradicional	135,6403	269	136,20904
Total	107,6545	470	109,84129

Mais uma vez os dados apresentados apontam para uma redução de todas as médias de volatilidade, o que era esperado com o alargamento do horizonte de tempo e com a redução do grau de impacto da crise financeira que atingiu o mercado acionário no segundo semestre de 2008. No que tange à seqüência crescente das médias de volatilidade, esta se manteve, ou seja, o "Novo Mercado" apresentou o menor valor, seguido pelo "Nível 2", "Nível 1" e, finalmente, pelo "Tradicional". Novamente, a hipótese da relação negativa entre níveis diferenciados de governança corporativa e graus de volatilidade foi corroborada.

Para se obter análises estatísticas mais precisas, o teste de Mann-Whitney foi aplicado sobre as amostras visando a comparação das médias da volatilidade anualizada dos grupos "Novo Mercado", "Nível 1", "Nível 2" e "Tradicional". Para o período de 1 mês, de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008, os resultados obtidos são apresentados na tabela 5.

Tabela 5: Níveis de Significância dos Resultados do Teste de Mann-Whitney - Período de 1 mês

Níveis de Governança	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Nível 1	-----	-----	-----	-----
Nível 2	0,960	-----	-----	-----
Novo Mercado	0,381	0,519	-----	-----
Tradicional	0,470	0,521	0,069	-----

A partir dos dados apresentados na tabela 5, observa-se que em nenhuma das comparações entre os grupos foi possível rejeitar a hipótese nula, isto é, de que não há diferenças significativas entre as médias de volatilidade dos níveis de governança corporativa. Entretanto, é possível identificar que o nível de significância do teste de Mann-Whitney aproximou-se de 0,05 quando se comparou os grupos "Novo Mercado" e "Tradicional", o que pode indicar que as médias de volatilidade para estes dois níveis foram as que mais se diferiram dentre os grupos analisados.

Esta tendência de diferenciação entre os grupos pôde ser melhor observado quando a comparação foi feita para o período de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008. Os resultados dos testes de Mann-Whitney aplicados sobre as amostras visando a comparação das médias de volatilidade para o período de 3 meses são apresentados na tabela 6.

Tabela 6: Níveis de Significância dos Resultados do Teste de Mann-Whitney - Período de 3 meses

Níveis de Governança	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Nível 1	-----	-----	-----	-----
Nível 2	0,497	-----	-----	-----
Novo Mercado	0,105	0,838	-----	-----
Tradicional	0,016*	0,037*	0,000*	-----

Para este período o teste de Mann-Whitney apresentou resultados significantes ($p < 0,05$) para as comparações das médias de volatilidade dos níveis de governança "Novo Mercado" e "Tradicional", "Nível 2" e "Tradicional", e "Nível 1" e "Tradicional". Estes resultados, diferentemente do que ocorreu para o período de 1 mês, corroboraram com a hipótese de que as médias de volatilidade das ações de empresas que compõem os níveis diferenciados de governança corporativa são significativamente menores do que a média de volatilidade do grupo de ações de empresas que não fazem parte de nenhum nível diferenciado de governança. Assim, tais resultados indicariam para uma maior estabilidade dos preços dessas ações, mesmo em períodos de crise e turbulência financeira, o que pode ser interpretado como um reflexo de uma maior transparência e credibilidade perante os investidores.

Em relação ao período de 6 meses, de 04 de maio a 04 de novembro de 2008, os resultados dos testes de Mann-Whitney são apresentados na tabela 7.

Tabela 7: Níveis de Significância dos Resultados do Teste de Mann-Whitney - Período de 6 meses

Níveis de Governança	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Nível 1	-----	-----	-----	-----
Nível 2	0,392	-----	-----	-----
Novo Mercado	0,169	0,959	-----	-----
Tradicional	0,000*	0,002*	0,000*	-----

Para o período de 6 meses observa-se que os resultados foram ainda mais significantes do que nos testes de Mann-Whitney realizados para o período de 3 meses. Estes resultados apontaram para uma diferença significativa entre as médias de volatilidade das ações das empresas que compõem os níveis diferenciados de governança "Novo Mercado", "Nível 2" e "Nível 1" em comparação com as ações de empresas que não fazem parte de nenhum desses níveis, isto é, que compõem o chamado mercado "Tradicional". Nesse caso, as médias de volatilidade das ações de empresas que compõem tais níveis diferenciados de governança apresentaram-se significativamente menores que a média de volatilidade das ações de empresas que não fazem parte desses níveis. Novamente, os resultados corroboraram para a hipótese de que as ações de empresas com níveis diferenciados de governança apresentam valor de mercado mais estável do que as ações de empresas que não fazem parte de tais níveis.

Finalmente, os resultados dos testes de Mann-Whitney aplicados sobre as amostras visando a comparação das médias de volatilidade para o período de 12 meses, de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008, são apresentados na tabela 8.

Tabela 8: Níveis de Significância dos Resultados do Teste de Mann-Whitney - Período de 12 meses

Níveis de Governança	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Tradicional
Nível 1	-----	-----	-----	-----
Nível 2	0,603	-----	-----	-----
Novo Mercado	0,574	0,803	-----	-----
Tradicional	0,000*	0,001*	0,000*	-----

Para o período de 12 meses, percebe-se que os resultados foram ainda mais significantes do que nos testes de Mann-Whitney realizados para os períodos de 3 e de 6 meses. Dessa forma, mais uma vez, os resultados apontaram para uma diferença significativa entre as médias de volatilidade das ações das empresas que compõem os níveis diferenciados de governança "Novo Mercado", "Nível 2" e "Nível 1" em comparação com as ações de empresas que compõem o chamado mercado "Tradicional". Novamente, as médias de volatilidade das ações de empresas que compõem tais níveis diferenciados de governança apresentaram-se significativamente menores que a média de volatilidade das ações de empresas que não fazem parte desses níveis e os resultados corroboraram para a hipótese de que as ações de empresas com níveis diferenciados de governança apresentam valor de mercado mais estável do que as ações de empresas que não fazem parte de tais níveis, provavelmente um reflexo da adoção de

políticas e práticas que lhe conferem maior transparência e credibilidade perante o mercado de capitais.

Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo analisar a relação entre a classificação de determinada ação de uma empresa em níveis diferenciados de governança corporativa e seu nível de volatilidade. O estudo concentrou-se em quatro períodos de tempo: de 04 de outubro a 04 de novembro de 2008; de 04 de agosto a 04 de novembro de 2008; de 04 de maio a 04 de novembro de 2008; e de 04 de novembro de 2007 a 04 de novembro de 2008. Estes períodos foram marcados pelo recrudescimento gradual da crise financeira que atingiu os Estados Unidos e o mundo, o que tornou o mercado acionário extremamente volátil. Dessa forma, este estudo buscou analisar a relação entre o nível de governança corporativa de determinada ação de empresa listada na Bovespa e seu grau de volatilidade para estes períodos. Os resultados descritivos e do teste de Mann-Whitney para comparação das médias de volatilidade corroboraram com a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança acarreta um menor grau de volatilidade às ações das empresas que compõem níveis diferenciados de governança corporativa. Este menor grau de volatilidade revelou-se ainda mais significativo ao longo do tempo e pode ser considerado como reflexo dos maiores níveis de credibilidade, reputação, transparência e responsabilidade dessas empresas perante o mercado de capitais, o que estimularia um comportamento mais cauteloso e racional por parte dos investidores, mesmo em tempos de crise financeira. Assim, os resultados parecem corroborar com a premissa básica da Bovespa segundo a qual a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

Referências

BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. *Corporate Governance and Control*. (2005) **NBER working paper series**. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w9371>>. Acesso em: 10/09/2008.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 04/11/2008.

CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (2004). Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 11/11/2008.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. *The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications*. **Academy of Management Review**. Ada, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

EVAN, William; FREEMAN, R. Edward. *A stakeholder theory of the modern corporation: kantian capitalism*. **Ethical Theory and Business**, 5a. Edição, Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1988.

HILL, Charles W. L. e JONES, Thomas M. *Stakeholder-agency theory*. **Journal of Management Studies**. Oxford, v. 29, n.2, p.131-154, March 1992.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 11/11/2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. **Journal of Applied Corporate Finance**. New York, v. 14, n. 3, p. 8-21, Fall 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3a. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

STERNBERG, Elaine. *The stakeholder concept: a mistaken doctrine*. **Foundation for Business Responsibilities**. Leeds, Issue Paper No. 4, November 1999. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=263144>> Acesso em: 26/11/2003.

SUNDARAM, Anant K.; INKPEN, Andrew C. *The corporate objective revisited*. **Thunderbird American Graduate School of International Management**. Glendale, Ensaio, October 2001.

Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293219> Acesso em: 23/10/2003.

WILLIAMSON, Oliver E. *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, vol. 22, n. 2, p. 233, 1979.