

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

Ritchelle Procknow

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO: AVALIAÇÃO TEÓRICA E EMPÍRICA (2002-2018)**

Santa Maria, RS
2018

Ritchelle Procknow

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:
AVALIAÇÃO TEÓRICA E EMPÍRICA (2002-2018)**

Monografia de graduação apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Centro de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do título de **Bacharel em Ciências Econômicas**.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Antônio Denardin

Santa Maria, RS
2018

Ritchelle Procknow

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO:
ANÁLISE TEÓRICA E EMPÍRICA (2002-2018)**

Monografia de graduação apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Centro de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para obtenção do título de **Bacharel em Ciências Econômicas**.

Aprovado em 17 de dezembro de 2018:

Prof. Dr. Anderson Antônio Denardin
(Orientador)

Prof. Dr. Clailton Ataídes de Freitas

Prof. Dr. Reisoli Bender Filho

Santa Maria, RS
2018

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus pela vida, por tem me concedido energia, força para superar as dificuldades e por todos os caminhos transcorridos até chegar a o presente momento.

Meu agradecimento especial à meus pais e meus irmãos pelo incentivo e apoio incondicional em todos momentos, por acreditarem e investirem em mim. A minha família, especialmente a minha tia Nelzi, que assim como meus pais, sempre me deu o apoio quanto ao estudo e na busca do conhecimento.

Aos meus professores por me proporcionarem o conhecimento, ensinamento e aprendizagem em meu processo de formação, aqueles mestres que dedicaram uma atenção especial e tempo nos vários momentos em que busquei apoio e ajuda. A instituição UFSM por ter me proporcionado este convívio de aprendizagem com os referentes mestres e demais pessoas que convivi e agregaram valores imensuráveis em minha caminhada.

Ao meu orientador, Prof. Anderson, pelo suporte, incentivo e empenho dedicado à elaboração deste trabalho e durante toda minha formação.

Aos meus amigos que sempre me apoiaram e compreenderam meus momentos de ausência, como também a todos que, direta ou indiretamente, próximos ou distantes, me incentivaram e contribuíram em meu crescimento não só como profissional, mas como pessoa.

Ao meu amigo Felipe Bulgacov pela indicação do referente tema como abordagem em meu trabalho final de graduação.

Por fim, mas não menos importante, meu agradecimento especial aos professores Clailton e Reisoli em terem aceitado fazer parte de minha banca examinadora, é um prazer enorme tê-los avaliando este trabalho final. Meu muito obrigada também, pelo suporte, conselhos e apoio nos muitos momentos em que precisei de esclarecimentos durante toda esta trajetória de graduação e nesta minha preparação aos novos desafios que estão por vir em minha vida acadêmica.

A caminhada até aqui foi longa e não cheguei sozinha, foi com o apoio e contribuição de cada um que finalizo este ciclo e dou inicio a outro.

Minha gratidão eterna a todos!

RESUMO

ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS: ANÁLISE TEÓRICA E EMPÍRICA (2002-2018)

AUTOR: Ritchelle Procknow

ORIENTADOR: Prof. Dr. Anderson Antonio Denardin

O mercado de capitais é um determinante de fundamental importância ao desenvolvimento de uma economia. Desta forma, este trabalho tem o objetivo averiguar as evidências teóricas e empíricas quando o problema de assimetria informacional se faz presente no mercado de capitais brasileiro. Realizou-se uma análise do comportamento de diferentes variáveis macroeconômicas, em especial as variáveis Índice Bovespa, Índice de Governança Corporativa e valor das empresas negociadas no Ibovespa, quando submetidas a choques de política monetária. O trabalho inicia com uma revisão de literatura da teoria de assimetria de informação e como esta assimetria informacional impacta o mercado de capitais. O segundo passo foi incluir uma introdução sobre o mercado de capitais e a evolução no Brasil. Depois disso, foi desenvolvido um estudo do conceito de governança corporativa, definindo os segmentos de governança corporativa e seu índice. Para atingir o objetivo deste estudo, optou-se por estimar um modelo de vetor autoregressivo (VAR) inferindo as funções de respostas a impulso das principais variáveis de interesse. O resultado deste estudo nos permitiu constatar que em ambiente contaminado pela assimetria informacional, incerteza e risco, a política monetária afeta negativamente as variáveis macroeconômicas assim como as variáveis do mercado de capitais, no entanto o impacto nas companhias com governança corporativa (IGC) é em menor magnitude quando comparado com o Ibovespa.

Palavras-chave: Assimetria de Informações. Governança Corporativa. Mercado de Capitais. IGC. Ibovespa.

ABSTRACT

INFORMATION ASYMMETRY IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET: THEORY AND EMPIRICAL EVIDENCE (2002-2018)

AUTHOR: Ritchelle Procknow
ADVISOR: Prof. Dr. Anderson Antonio Denardin

The financial market is extremely important for the development of the economy. So, the purpose of this paper is to investigate the theoretical and empiric evidences when the information asymmetry problems arise in the Brazilian stock market. An analysis of the behavior of different macroeconomic variables, especially the variables Bovespa index, corporate governance index and firms' values traded in Ibovespa, when submitted to monetary policy shocks. The research started with a bibliographic review of asymmetric information theory and how this asymmetric information impacts capital markets. The second step was to include an introduction about stock market and the evolution in Brazil. After that was developed a study of the concept of corporate governance, defining the corporate governance segments and index. To achieve the goal of this study, it was opted to estimate a model of vector autoregressive (VAR) inferring the functions of answers to the impulse of the main environment variables of interest. The results of this study allowed us to evidence that in an environment contaminated by the information asymmetry, uncertainty and risk, the monetary policy affects negatively the macroeconomic variables as well as capital market variables, however the impact on companies with corporate governance (IGC) is in small magnitude if observed with Ibovespa.

Key-words: Information Asymmetry. Corporate Governance. Stock Market. IGC. Ibovespa.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. REFERENCIAL TEÓRICO	10
2.1 TEORIA DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES	10
2.1.1 SELEÇÃO ADVERSA	11
2.1.2 RISCO MORAL (<i>MORAL HAZARD</i>).....	13
2.2 INSTRUMENTOS DE MITIGAÇÃO A SELEÇÃO ADVERSA E AO RISCO MORAL NO SISTEMA FINANCEIRO.....	14
2.2.1 MECANISMOS DE MINIMIZAÇÃO A SELEÇÃO ADVERSA.....	14
2.2.2 MECANISMOS DE MINIMIZAÇÃO AO RISCO MORAL.....	16
2.3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.4 MERCADO DE CAPITAIS	21
2.4.1 MERCADO DE CAPITAIS NA DINÂMICA ECONÔMICA.....	21
2.4.2 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	22
2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	24
2.5.1 O QUE É A GOVERNANÇA CORPORATIVA	24
2.5.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
2.5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	27
2.5.4 SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM	28
2.5.5 NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	30
2.5.6 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)	31
2.5.7 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – NOVO MERCADO (IGC-NM).....	32
2.5.8 EVOLUÇÃO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC) E ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – NOVO MERCADO (IGC-NM).....	33
3. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	37

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	40
4.1 METODOLOGIA.....	40
5. ANÁLISE DA FUNÇÃO RESPOSTA A IMPULSO (<i>IMPULSE RESPONSE FUNCTION</i> – IRF).....	43
6. CONCLUSÃO	48
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	50
ANEXO 1 - Variáveis Utilizadas No Modelo.....	56
ANEXO 2 - Teste De Raiz Unitária – Augmented Dickey-Fuller (Adf).....	57
ANEXO 3 - Resultados Estatísticos Do Modelo Estimado – Variável Índice Ibovespa.....	58
ANEXO 4 - Comportamento Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado – Variável Índice Ibovespa.....	60
ANEXO 5 - Teste Cointegração Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado - Variável Índice Ibovespa.....	61
ANEXO 6 - Resultados Estatísticos Do Modelo Estimado – Variável Índice IGC.....	62
ANEXO 7 - Comportamento Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado – Variável Índice IGC.....	64
ANEXO 8 - Teste Cointegração Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado - Variável Índice IGC.....	65
ANEXO 9 - Resultados Estatísticos Do Modelo Estimado – Variável Valor Empresas negociadas no Ibovespa.....	66
ANEXO 10 - Comportamento Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado – Variável Valor Empresas negociadas no Ibovespa.....	68
ANEXO 11 - Teste Cointegração Dos Resíduos Do Modelo VAR Estimado - Variável Valor Empresas negociadas no Ibovespa.....	69

1. INTRODUÇÃO

Conforme Levine e Zervos (1998), o mercado financeiro apresenta uma função determinante no desenvolvimento e crescimento econômico. Sua fundamental importância se dá devido ser neste mercado onde há o encontro dos agentes superavitários com os deficitários, sendo ele um mecanismo que transforma poupança em financiamento real na economia, mobilizando a poupança interna, possibilitando melhorias na quantidade e a qualidade dos investimentos. Além disso, um país que apresente um mercado financeiro desenvolvido possibilita que as empresas aumentem seu nível de atividade, como também aos agentes econômicos participarem deste processo como detentores de um percentual da propriedade de companhias, recebendo rendimentos mais elevados do que a forma tradicional de poupança.

No entanto, conforme Comissão de Valores Mobiliários (2014), na grande maioria das vezes os idealizadores de projetos (empreendedores) nem sempre são os detentores do capital (investidores) e diante da amplitude e abrangência do mercado, os agentes estão inseridos em um ambiente que apresenta certa disparidade no acesso às informações pelas partes envolvidas nas transações, o que acarreta em desequilíbrios no mercado financeiro. Sendo assim, conforme estudos de Akerlof (1970), a assimetria informacional se torna uma barreira ao bom funcionamento do mercado, onde nas transações financeiras reflete em um baixo desenvolvimento e crescimento do mesmo, devido às distorções na alocação eficiente e retorno dos recursos. (Comissão de Valores Mobiliários, 2014)

Neste contexto, estudos como os de Cicogna (2007) apontam para a importância do desenvolvimento de um ambiente institucional de regulamentação no mercado financeiro, com um aparato legal de forma a coibir o comportamento oportunista dos indivíduos que se aproveitam das diferenças nas informações entre as partes envolvidas nos contratos e transações financeiras.

De forma a fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, durante anos foram sendo elaboradas leis e decretos com o propósito de repassar maior credibilidade e segurança nas negociações do mercado financeiro do país, até que no ano de 2000, a BM&FBovespa (Bolsa de Mercadorias & Futuros da Bolsa de valores de São Paulo) cria os três segmentos de listagem com diferencial de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) a fim de estimular empresas a praticarem melhores práticas de

governança, diferenciando as companhias conforme sua maior ou menor rigidez quanto as boas práticas de governança corporativa. (B3 Educação, 2017)

De acordo com Amorim (2015), as empresas ao aderirem às políticas de práticas corporativas, de forma voluntária as normas de listagem, possuem uma melhora em seu grau de avaliação, sinalizando ao mercado um comprometimento maior com o interesse de seus acionistas e refletindo um grau de transparência. Empresas classificadas no **Nível 1** são aquelas com práticas mais brandas de governança, as enquadradas no **Novo Mercado**, mais alto padrão de governança, refere-se aquelas que possuem um alto grau de rigidez no que tange o cumprimento e aplicação das regras de governança corporativa, emitindo apenas ações com direito a voto, as chamadas ações ordinárias (ON), e o **Nível 2** que possui uma similaridade ao Novo Mercado, mas com certas exceções, sendo que as empresas deste segmento possuem uma parcela de suas ações mantidas como preferenciais (PN).

Desta forma, frente à problemática da assimetria informacional no mercado financeiro, o presente trabalho tem como objetivo analisar o comportamento das variáveis do mercado de capitais diante da presença desta assimetria informacional, buscando avaliar especialmente o mecanismo de governança corporativa, o qual foi inserido como uma medida para minimizar, ou ainda evitar, os problemas advindos deste ambiente de incerteza e risco gerados pelas informações assimétricas.

O presente estudo compreende como período para análise abril de 2002 até julho de 2018, período ao qual todas as variáveis possuíam seus dados divulgados, permitindo assim a observação quanto ao comportamento das variáveis de interesse na presença de choques de política monetária. Conforme Denardin (2007), os mecanismos de transmissão de política monetária são representados pelos meios aos quais as decisões políticas exercem influência sobre as variáveis econômicas, onde neste presente estudo busca-se observar a reação destas variáveis quando a política monetária ocorre através de alterações na taxa Selic, analisando assim a reação das mesmas frente a um ambiente com aumento de incerteza nos riscos das operações do mercado. Para obter os resultados, foram estimados modelos utilizando o método de vetor autoregressivo (VAR) com base em análise de séries temporais, verificando a influencia dos instrumentos de política monetária sobre o mercado de capitais.

A estrutura do trabalho inicia com uma pequena introdução quanto ao tema a ser desenvolvido no presente estudo, seguido do referencial teórico o qual faz a abordagem dos problemas relativos à assimetria informacional (seleção adversa e risco moral), seguido de uma exposição quanto às suas formas de mitigação, apresentando também como estes

problemas podem afetar o mercado de capitais e qual o papel da governança corporativa neste cenário. Na sequência, será apresentado um breve histórico do mercado de capitais no Brasil e seu desenvolvimento, onde no transcorrer do trabalho será abordado o estudo da governança corporativa, seu surgimento no Brasil seguido de seus segmentos especiais de listagem, uma abordagem sobre seus índices e suas evoluções. Após a abordagem teórica, é feita uma revisão bibliográfica contendo as principais conclusões dos estudos pioneiros e dos resultados obtidos no decorrer dos anos. Na quarta seção é apresentado o método econométrico utilizado para a realização da análise empírica dos dados, descrevendo os testes de ajustes dos modelos estimados, seguindo com a análise metodológica, apresentado os resultados obtidos com a estimação dos referentes modelos e a relação das variáveis com a teoria explicitada ao longo do presente trabalho. Por fim serão descritas as principais conclusões.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

O problema de informações assimétricas, conforme menciona Fiani (2009), é consequência de uma racionalidade limitada, de um ambiente complexo e incerto, que consiste na diferença entre as informações que as partes envolvidas em uma transação possuem, onde esta diferença vem a afetar o resultado desta referente transação.

Denardin (2007) ressalta que em um contrato haverá assimetria de informações quando uma das partes envolvidas é dificultada pela falta de alguma informação necessária sobre a outra, ou seja, uma das partes é provida de mais informações que a outra, tendo assim um favorecimento maior na tomada de decisão.

Estas informações podem se apresentar de duas formas. Quando facilmente verificável por todos ou conhecida, nos referimos à chamada **informação pública**; e quando apenas alguns agentes possuem o conhecimento, ou seja, observada de forma particular por alguns indivíduos, nos referenciamos à chamada **informação privada**. Takahashi (2002) ressalta a assimetria de informação advinda da presença das informações privadas, gerando assim os contratos incompletos. Os contratos presentes na economia são considerados os reguladores entre as partes envolvidas, logo, contratos completos, informando todas possíveis eventualidades, seriam ideais, mas frente às situações onde a assimetria informacional se faz presente, há uma dificuldade em o mercado financeiro estabelecer contratos ótimos e completos.

Como exemplifica Silva (2010), referente a um contrato de empréstimo bancário, o tomador do crédito detém maior conhecimento a respeito de seu próprio comportamento, de suas intenções quanto ao cumprimento ou não do acordo, dos riscos aos quais está disposto a correr, do que o banco fornecedor do empréstimo que não possui conhecimento das reais condições e intenções do tomador na contratação. Martins (2009) ressalta algumas aplicações da teoria da assimetria de informações para compreender fenômenos de natureza econômica, como: mercado de seguros, calculando o valor efetivo pago pelo produto; para definir contratos de empréstimos; na contratação de um funcionário; entre outros.

São nestes ambientes assimétricos que há a geração de condições oportunistas. Fiani (2009) define o comportamento oportunista como sendo aquele ao qual um agente assume compromissos aos quais ele próprio já sabe, *a priori*, que não cumprirá. Este oportunismo pode se apresentar de duas formas: *ex-ante*, quando verificado antes da transação ocorrer; ou *ex-post*, percebido após a realização da transação.

Exemplificando o oportunismo *ex-ante*, Silva (2010) descreve este problema quando em uma contratação de empréstimo, o credor já possui o conhecimento de que não cumprirá com o pagamento, mesmo antes da assinatura do contrato de empréstimo. Cenário este característico do problema chamado de Seleção Adversa, onde o mercado acaba selecionando um tomador de risco ruim, com baixa probabilidade de honrar os compromissos assumidos.

O oportunismo *ex-post*, conforme Silva (2010) ressalta, é verificado após a assinatura do contrato, onde o agente, após tomar um empréstimo, adota comportamentos julgados arriscados, comprometendo sua capacidade de cumprimento com o pagamento do empréstimo. Este comportamento é chamado pela Teoria da Assimetria de Informações como Risco Moral (*moral hazard*).

Logo, verificamos os principais problemas decorrentes no mercado onde está presente a assimetria informacional: Seleção Adversa e Risco Moral.

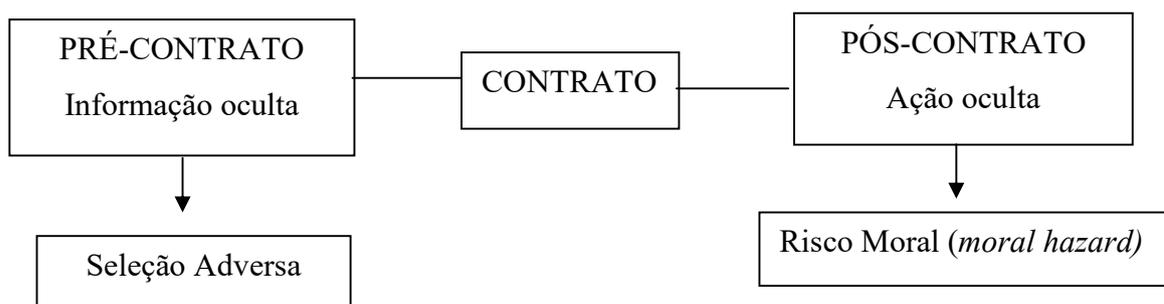


Figura 1: apresentação dos problemas de assimetria informacional.
Fonte: Elaborada pelo autor.

2.1.1 SELEÇÃO ADVERSA

Conforme Mishkin (2000), o problema de seleção adversa ocorre antes de a transação ser efetivada, onde há a possibilidade de os tomadores de crédito ruim serem os selecionados, ou seja, ocorre quando um indivíduo toma um empréstimo independentemente da taxa de juros a qual está sendo vigorada, pois sabe que provavelmente não honrará, ou não possui a intenção de cumprir com o seu pagamento. Sendo assim, a seleção adversa torna o funcionamento do mercado ineficiente, pois aumenta a chance de empréstimos serem concedidos à maus pagadores, tendo em vista a possibilidade de os emprestadores podem decidir a não concessão de empréstimos, mesmo havendo riscos de créditos bons neste mercado.

Conforme Castrillo e Standler (2001), este é um problema que aparece quando o agente possui informações privadas antes do início da relação contratual. Ressaltam, também,

que a existência deste problema acarreta modificações (ineficiências) no equilíbrio de mercado, ou em alguns casos, levando a não existência deste equilíbrio. Como enfatiza Silva (2010), a seleção adversa gera falhas de mercado, levando a sua redução, ou seja, este problema acaba por impedir a ocorrência de transações desejáveis devido à existência dessas informações assimétricas que acabam por selecionar as transações ineficientes e de maior risco.

Acerca deste tema, Akerlof (1970) analisou o mercado de automóveis usados, onde nos deparamos com uma gama de veículos apresentando diferentes níveis de qualidades, sendo difícil aos compradores distinguirem os bons (*peaches*) dos ruins (*lemons*), pois não possuem informações ou conhecimento suficiente do passado do veículo a ser negociado. Neste cenário, o detentor das informações privadas é o vendedor, que só as revelará se verificar que elas serão favoráveis para a efetivação da transação, ou seja, utilizam comportamento de forma oportunista ao tentar vender os carros de qualidades ruins (*lemons*) como sendo de boa qualidade (*peaches*). Se neste mercado houvesse o mesmo nível informacional entre compradores e vendedores, haveria uma eficiência e os veículos bons seriam vendidos por um preço superior aos de qualidade ruim. No entanto, frente a presença de assimetria informacional, onde uma das partes é detentora de informações privadas a respeito da qualidade do produto e os vendedores de automóveis de qualidade baixa ofertando seu produto como sendo de alta qualidade, uma resposta do mercado a este cenário é um preço médio a todos os automóveis, o que acaba por acarretar a “expulsão” dos automóveis de boa qualidade do mercado, pois estes vendedores não estarão dispostos a efetuarem vendas nestas condições.

Buscando verificar uma resposta de comportamento a este problema no mercado de crédito, Mankiw (1986) aborda o financiamento de crédito estudantil, observando que mesmo o indivíduo sendo neutro ao risco, uma elevação nas taxas de juros pode acarretar em uma contração nos níveis de empréstimo. Tendo em vista que os bancos não conhecem de forma precisa o perfil de cada indivíduo, ocorre à mesma situação observada nos estudos de Akerlof em “*The Market for Lemons*” onde a resposta é adotar uma taxa única aplicável a todos os indivíduos. O banco, não possuindo informações sobre o comportamento dos estudantes, aplica uma taxa elevada, pois é preciso que ela seja capaz de cobrir possíveis riscos em decorrência desta assimetria informacional. Frente a isso, os bons pagadores acabarão por não contrair o financiamento, deixando o mercado, e assim permanecendo aqueles maus pagadores, dispostos a contrair o financiamento, elevando o risco deste mercado, acarretando

em um aumento ainda maior nas taxas. Desta forma, Mankiw (1986) identifica um possível colapso neste mercado, sendo mais vantajosa a migração dos investimentos a outras áreas.

No mercado financeiro um cenário de seleção adversa, como exemplificado por Akerlof e Mankiw, pode levar também a um colapso na economia, ou seja, como argumenta Cicogna (2007), uma alocação distorcida dos recursos, dificultando tanto o acesso ao crédito junto ao sistema financeiro quanto a distribuição de recursos à investimentos produtivos que possam gerar o crescimento e desenvolvimento econômico de um país.

Verificando-se assim a existência de problemas desta natureza, a governança corporativa se mostra como uma forma a minimizar a seleção adversa no mercado financeiro, onde, segundo Cicogna (2007), as empresas ao aderirem às normas de governança corporativa da BOVESPA passam a ser certificadas e adequadas a cada nível, mostrando ao mercado seu posicionamento frente à preocupação com valores corporativos, como éticos e transparência, consequentemente dando maior segurança aos atuais e futuros investidores, aumentando sua estrutura de capital advinda de terceiros.

2.1.2 RISCO MORAL (*MORAL HAZARD*)

A partir do momento em que os envolvidos em uma transação conseguem resolver o problema de seleção adversa, podem vir a se deparar diante de outro problema de assimetria informacional, o chamado risco moral (*moral hazard*) que se refere ao comportamento oportunístico *ex-post*, ou seja, presente após a transação ocorrer.

Segundo Cicogna (2007), os problemas desta natureza estão relacionados à teoria dos problemas de agência, entre agente e principal, em que ambas as partes envolvidas possuem as mesmas informações quando é estabelecido o acordo e, conforme Castrillo e Standler (2001), a assimetria nas informações vem a ocorrer após a transação ter ocorrido, quando o principal não consegue monitorar ou controlar perfeitamente as ações do agente depois de firmado um contrato ou realização de uma transação econômica.

Conforme define Kotowitz (1988), risco moral é quando as decisões dos agentes se dão de forma a maximizar sua própria utilidade em detrimento de outros, não arcando completamente com as consequências de suas atitudes, devido à existência de incertezas e contratos incompletos ou restritos, onde não estão inclusas atribuições referentes a danos (ou benefícios) que o agente responsável possa vir a cometer.

O surgimento de problemas provenientes do risco moral, como ressalta Cicogna (2007), se dá a partir do momento em que há potenciais diferenças entre os interesses dos

agentes, somado da existência de uma dificuldade na determinação dos termos das transações financeiras e maneiras de cumprimento destes termos, o que gera alto custo de monitoramento ou a impossibilidade de observar as ações dos agentes.

Logo, o risco moral se caracteriza pela mudança de comportamento de um agente após uma contratação, situação muito comum em contratações de seguros, conforme exemplifica Martins (2009), após contratar um seguro, o agente tem um incentivo a mudar suas atitudes, passando a ser mais propenso ao risco, afinal, estando segurado o indivíduo terá a possibilidade de frente alguma fatalidade acionar o sinistro e assim estar coberto pelo que foi firmado no contrato. Este comportamento não é monitorado pela outra parte envolvida, a seguradora, sendo ela a responsável pelo pagamento do sinistro ao segurado. Frente a situações como esta, o mercado de seguros adota a cobrança de franquia ao acionar o seguro a fim de reduzir o risco moral.

Conforme argumenta Cicogna (2007), o monitoramento é uma forma de lidar com este comportamento oportunístico dos agentes, sendo um mecanismo para acompanhar as ações de uma das partes e evitando algum comportamento inapropriado que possa vir a ocorrer, estipulando uma forma de recompensas por bom comportamento. Exemplificando este problema, a mesma cita a existência de punições impostas a empresas com má administração como forma de monitoramento do mercado, através de processos de falência e regras impostas pelo próprio sistema.

Diante de toda abrangência e consequência gerada por problemas advindos de assimetria informacional, destaca-se a importância das informações aos intermediários financeiros dentro do cenário econômico de um país na alocação eficiente dos recursos, como também se tornou uma função de alto valor aos negócios. A minimização destes comportamentos oportunísticos, como Cicogna (2007) ressalta, para que haja efeito positivo, é preciso um forte aparato legal de forma a gerar o cumprimento efetivo de cláusulas expostas em contratos, como uma elaboração mais completa dos mesmos.

2.2 INSTRUMENTOS DE MITIGAÇÃO A SELEÇÃO ADVERSA E AO RISCO MORAL NO SISTEMA FINANCEIRO

2.2.1 MECANISMOS DE MINIMIZAÇÃO A SELEÇÃO ADVERSA

Para que no mercado os potenciais agentes compradores e investidores consigam avaliar e distinguir as boas firmas, que apresentem alta rentabilidade sobre os lucros esperados e baixo risco, das firmas ruins com baixo lucro esperado e alto risco, conforme

expõe Mishkin (2000), seria ideal um mercado onde houvesse a ausência de informações assimétricas. No entanto, nos deparamos com a realidade exposta por Akerlof (1970) no “mercado de limões”, onde este problema não permite que os mercados de títulos, como de títulos da dívida e ações, apresentem eficiência na distribuição dos recursos advindos dos poupadores para os tomadores de empréstimos.

Desta forma, se faz necessário a presença de mecanismos que minimizam este efeito referente à seleção adversa, fazendo com que o mercado de títulos movimente os recursos para firmas boas que tenham a oportunidade de investimentos produtivos (Mishkin, 2000).

- a. **PRODUÇÃO PRIVADA DE INFORMAÇÃO** – são empresas privadas especializadas em coletar e fornecer informações sobre indivíduos e empresas aos seus contratantes. Desta forma, os assinantes possuem um nível maior de informações e assim conseguem fazer uma distinção entre firmas boas e ruins, pois terão em mãos dados como balanços, rentabilidade, atividades, etc. No Brasil, como ressalta Martins (2009), há empresas como SPC e Serasa que atuam neste segmento, tendo os bancos e financeiras buscando selecionar de forma eficiente seus clientes por meio de uma base de dados. Mishkin (2000) ressalta que esta produção privada e venda de informações não elimina totalmente o problema de seleção adversa neste mercado, devido ao problema *free-rider* (problema do caroneiro). Problema este que se refere aos indivíduos que não pagam pelas informações, mas obtêm vantagem da informação pela qual outras pessoas pagaram. Sendo assim, este mecanismo eliminaria parcialmente o “problema dos limões”.

- b. **REGULAMENTAÇÃO DO GOVERNO** – sendo o sistema financeiro um dos setores de maior controle na economia, o governo exerce o papel de assegurar a segurança de seu funcionamento por meio de regulamentações e incentivos às firmas na divulgação de informações de forma honesta, possibilitando assim que os investidores determinem se são boas ou ruins, como conforme exemplifica Mishkin (2000), exigindo um padrão de contabilidade e divulgação sobre suas vendas, ativos e ganhos, minimizando e não eliminando o problema de seleção adversa.

- c. **INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS** – na redução de assimetria informacional, intermediários financeiros, como os bancos, se tornam, segundo Mishkin (2000), especialistas na produção de informações sobre firmas, conseguindo distinguir os

riscos de créditos bons dos ruins. De forma eficiente, conseguem efetuar uma canalização dos recursos dos depositantes aos tomadores de empréstimos bons e produtivos. Isso ocorre porque como os bancos são capazes de efetuar empréstimos a firmas boas, o rendimento obtido nesta transação auferirá maior retorno do que os juros pagos aos depositantes, ou seja, o banco tem lucro, permitindo seu engajamento na atividade de produção de informações. O papel dos intermediários financeiros nos países em desenvolvimento é muito importante, pois há uma dificuldade maior em obter informações sobre empresas nestes países, diferentemente dos já desenvolvidos. A explicação se dá devido países em desenvolvimento terem seu mercado de capitais pouco desenvolvido, tornando os bancos os principais financiadores de projetos.

- d. SINALIZAÇÃO – esta situação ocorre quando, segundo Castrillo e Standler (2001), o agente envia sinais que podem ser observados pelo principal, ou seja, quando um agente sinaliza qualidades ou qualificações observadas pela outra parte envolvida. No mercado financeiro, as sinalizações podem ser verificadas quando as instituições financeiras, por exemplo, divulgam publicamente seus balanços e resultados, demonstrando sua solidez, sinalizando confiabilidade e transparência. Outra forma de verificação desta sinalização pode ser observada nas decisões dos diretores de uma empresa, como exemplificam Castrillo e Standler (2001) com relação ao nível de endividamento de uma empresa, o qual é verificado e examinado no mercado como um sinal, influenciando sobre o valor de suas ações.

2.2.2 MECANISMOS DE MINIMIZAÇÃO AO RISCO MORAL

Na separação entre propriedade e controle, de forma pós-contratual, que nos deparamos com o risco moral chamado problema entre agente e principal. Segundo Mishkin (2000), isso ocorre devido os gerentes em controle (agentes) poderem agir em interesse próprio e não de acordo com o interesse dos acionistas-proprietários (principal), ou seja, há um conflito de interesses e os agentes possuem maiores informações sobre suas atividades e lucros da empresa do que os acionistas. Ainda conforme o autor, este problema não surgiria se de alguma forma o principal tivesse todas as informações sobre as atividades do agente, ou se não houvesse a separação entre propriedade e controle.

Na busca da minimização ao risco moral, podem-se observar os seguintes mecanismos:

- a. PRODUÇÃO DE INFORMAÇÕES E MONITORAMENTO – é uma forma que os acionistas podem monitorar seus gestores, produzindo informações via auditoria de forma freqüente e controlar o que o gerente está fazendo. Dentro deste mecanismo, nos deparamos, primeiro, com um elevado custo de verificação, tornando menos atraente à participação acionária. Segundo, novamente há o problema de *free-rider*, onde no momento em que outros acionistas descobrirem que alguém está pagando para obter informações, poderão “pegar carona” e não produzirão informações. Desta forma, tendo o conhecimento desta utilização de suas informações privadas, o acionista que pagou para obtê-las, não irá querer pagar novamente, resultando assim na redução de monitoramento e um possível aumento do risco moral.

- b. REGULAMENTAÇÃO DO GOVERNO – a participação do governo na minimização ao risco moral se dá por meio de leis que forcem as firmas na adesão a princípios de contabilidade padrão, facilitando as verificações contábeis da empresa, e impondo penas a pessoas que cometam fraudes a fim de mascarar dados.

- c. IMPOSIÇÃO DE CLÁUSULAS CONTRATUAIS – imposições estas as quais se apresentam de forma restritiva em um contrato. Ou seja, como exemplifica Mishkin (2000), em um contrato de empréstimo, podem-se impor cláusulas determinando sua única utilização a fim de financiar alguma atividade específica; impedir o engajamento do indivíduo em atividades de risco; exigir que o seguro de vida do financiado cubra o empréstimo em caso de falecimento; como também exigir garantias ao emprestador, onde para manter a proteção do bem, é exigido o seguro do bem financiado até se dar a quitação total do contrato em questão; também pode ser exigida a divulgação periódica de informações das atividades sobre a forma de contabilidade da firma interessada no empréstimo.

2.3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Souza e Nassiff (2013), o problema de agência consiste na possibilidade de divergência entre os interesses de gestores e acionistas, sendo esta uma questão que se mantém presente nas corporações, pois gestores possuem seus interesses e procuram maximizá-los, podendo estas decisões serem contrárias aos interesses dos acionistas.

Sendo assim, frente ao interesse de maximização quanto sua utilidade pessoal, um agente, em uma organização empresarial, pode tomar decisões as quais afetem terceiros de forma prejudicial, assim, Silveira (2004) argumenta da necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas, frente aos problemas de agência por parte dos gestores (agente) que efetuam decisões visando esta maximização pessoal ao invés da maximização de riqueza dos acionistas (principal), não havendo uma teoria a qual possa vir a explicar um equilíbrio entre este conflito de objetivos das partes envolvidas (Jensen e Meckling, 1976).

Desta forma, a assimetria das informações presente nas transações financeiras no sistema financeiro se torna uma barreira para a aquisição de crédito e financiamento das empresas, onde estes problemas se apresentando de forma crítica em um cenário econômico, podem, conforme Carvalho (2002), direcionar recursos a projetos menos lucrativos, mas que possuam clareza nas informações disponíveis aos investidores.

Neste contexto, estudos recentes constata e apontam a importância do desenvolvimento no ambiente institucional de regulamentação do sistema financeiro. Para Cicogna (2007), um país desprovido de um aparato legal que coíba o comportamento oportunístico dos indivíduos que tiram proveito das diferenças nas informações entre as partes envolvidas em contratos financeiros, provavelmente apresente um sistema financeiro pouco desenvolvido e com escassez de crédito, prejudicando seu crescimento econômico devido às distorções na alocação eficiente e retorno dos recursos.

Estudos de Levine (1998) ressaltam o impacto positivo exercido por um mercado financeiro desenvolvido no crescimento da produtividade e desenvolvimento de um país, comprovando também a importância da contribuição de outros fatores como o sistema legal e instituições políticas influenciando, direta e indiretamente, neste processo de crescimento e desenvolvimento frente à dinâmica econômica do sistema financeiro (Levine, 1997).

Diante do problema da assimetria de informações no mercado financeiro, que reflete sobre o desenvolvimento dos intermediários financeiros e mercado acionário, segundo Carvalho (2002), afetam também sobre os mecanismos de política econômica dos governos, ou seja, frente aos estudos e seus resultados, governos buscam desenvolver seu sistema financeiro e mercado de capitais como uma das formas de promoção ao desenvolvimento e crescimento econômico, concedendo assim relevante importância a estes mecanismos.

A dinâmica capitalista ao passar dos anos foi criando mudanças ao mercado de capitais, contribuindo significativamente no financiamento ao crescimento de empresas privadas, e como designa Carvalho (2002), contribuiu ao surgimento da “grande corporação

moderna” onde a propriedade se separa da gestão e seu controle acionário é pulverizado. O autor, fazendo referência a este processo, ressalta que o desenvolvimento dos mercados de capitais e pulverização acionária se deu de forma mais rápida e acentuada em países que apresentaram, dentre vários fatores, a oferta de uma maior proteção legal aos seus investidores diante da existência e garantia de submissão do mercado à um conjunto de regras e leis expostas de forma clara.

Desta forma se fez necessário a existência de um mecanismo que alinhasse os interesses de gestores e acionistas, reduzindo ou evitando o problema de agência. Insere-se assim, neste cenário, o desenvolvimento da Governança Corporativa, definida, segundo Silveira (2004, p. 32), como sendo um “conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e gestores pela redução dos problemas de agência, numa situação de separação ente propriedade e gestão”.

Este conjunto de mecanismos se apresenta de forma interna e externa. Mecanismos internos destacando a presença, por exemplo, de um Conselho de Administração; sistema de remunerações; entre outros; e mecanismos externos como a divulgação periódica de informações da companhia; existência de um mercado de trabalho competitivo, entre outros fatores.

Diante da relação bilateral existente entre gestor (agente) e acionista (principal), onde a governança corporativa surgiu em resposta a registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores (Silveira, 2002), Jensen e Meckling (1976) definem esta relação de agência, agente-principal, como sendo um contrato. Contrato este estruturado pelo principal, em que uma parte contrata a outra para tomar decisões ou realizar algum tipo de ação em seu favor. No entanto, se ambas as partes buscam maximizar suas utilidades, o agente nem sempre agirá ao interesse do principal. Para alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas, irá incorrer sobre o principal os chamados “custos de agência”. Estes custos são definidos, segundo Jensen e Meckling (1976), como a soma de: gastos de monitoramento dos gestores pelo principal; gastos do próprio agente em garantir que seus atos não irão auferir prejuízos ao principal; custos na elaboração de contratos e perdas residuais, quando uma decisão do agente não maximiza a riqueza do principal.

De forma a ilustrar o problema do agente-principal e presença da governança corporativa nas empresas, podemos observar a figura 2.

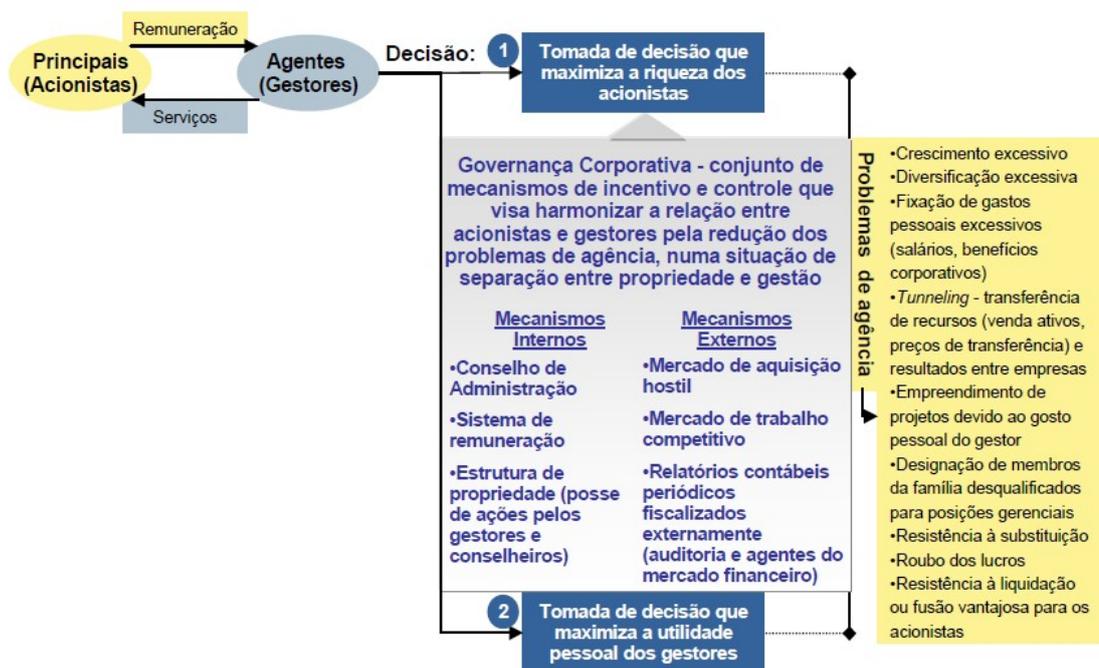


Figura 2: A governança corporativa e o problema do agente-principal.

Fonte: SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. "Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das companhias no Brasil". Tese Doutorado. São Paulo: FEA/USP, 2004, p. 32.

De acordo com Silveira (2004) há uma troca de serviços entre agente e principal, onde a decisão ótima do tipo 1 é quando o agente toma decisões de forma a maximizar a riqueza do principal, e a decisão subótima do tipo 2 quando o agente toma decisões de forma a maximizar a sua utilidade pessoal. Segundo o autor, a diferença entre a decisão ótima (tipo 1) e a decisão subótima (tipo 2) representa custo para a empresa, consequência do problema de agência. Custos estes advindos, por exemplo, desde uma pequena parcela, como remunerações excessivas aos executivos, quanto a parcelas significativas de longo prazo, como por exemplo, crescimento excessivo em forma de aquisições ou diversificações danosas.

Verificando esta ocorrência em casos práticos, Silveira (2010) expõe em seus estudos o problema de agência em algumas organizações como a Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), instituição a qual se espera que as práticas de boa governança sejam cumpridas de forma eficiente, o que não ocorreu. Em sua exposição do caso, ressalta das remunerações excessivas pagas a um ex-CEO da bolsa de valores, Richard Grasso, como também de seu plano de aposentadoria executiva suplementar (SERP – *Supplemental Executive Retirement Plan*) com crescimento exponencial de remuneração. Fatos estes aos quais passaram e foram aprovados de forma negligente pelos conselheiros da instituição. Expõe também o caso *Walt Disney*, onde os acionistas da Disney entram com pedido de processo aos conselheiros pela

aprovação e contratação de Michael Ovitz, em 1995, tendo como cláusula de rescisão contratual um pacote de remuneração abusiva nos 14 meses após deixar a empresa. Assim, de forma a defenderem-se, os conselheiros alegavam que, sendo um executivo requisitado neste ramo, esta era uma das maneiras de atraí-lo para a empresa em questão, logo, sendo os administradores da região de Delaware protegidos por leis, o juiz decidiu então rejeitar a acusação contra os conselheiros, afirmando este ato dos mesmos como tendo sido uma “negligência ordinária”, insuficiente para caracterizar infração.

Conforme estudos de Coffee (2005), as estruturas de propriedade das empresas diferem a forma que escândalos corporativos se apresentam. Propriedades dispersas, comum em países anglo-saxões, os executivos possuem incentivos a manipular lucros para obter maior remuneração pessoal. Em propriedades concentradas, comum na Europa continental e países emergentes, há incentivo aos gestores em realizarem operações secretas, e conforme complementa Silveira (2010), visando extrair benefícios privados de controle. Os exemplos práticos de casos corporativos dentro destas duas formas de estrutura de propriedade, Coffee (2005) cita *Enron* e *WorldCom* nos Estados Unidos e a *Parmalat* na Europa. O caso *Parmalat* envolveu escândalos no balanço patrimonial da empresa; *Enron* manipulavam contas via lacunas contábeis para esconder bilhões de dólares de dívida, ao mesmo tempo em que, como também na *WorldCom*, inflacionavam os ganhos da empresa. Sendo assim, o autor conclui que reformas aplicadas a um tipo de estrutura de propriedade nem sempre serão efetivas se aplicadas à outra estrutura, logo, recomenda que estruturas de propriedade dispersa tenham seus auditores externos se reportando a um comitê de auditoria do conselho administrativo composto de membros independentes, e estruturas com propriedade concentrada tenham os acionistas minoritários selecionando os auditores e que eles se reportem aos mesmos, evitando assim que algum acionista majoritário selecione um auditor que venha a manipular resultados, prejudicando os demais.

2.4 MERCADO DE CAPITAIS

2.4.1 MERCADO DE CAPITAIS NA DINÂMICA ECONÔMICA

Segundo Levine & Zervos (1998), o mercado de capitais é considerado um dos principais setores impulsionadores das taxas de produtividade, acumulação de capital e crescimento econômico de um país. É visto como um mecanismo transformador de poupança em financiamento real na economia, onde os mercados acionários mobilizam a poupança interna e melhoram a quantidade e a qualidade dos investimentos.

Conforme evolução da economia na dinâmica capitalista, Chandler (1962) argumenta que todo processo de desenvolvimento do mercado financeiro gerou uma evolução organizacional das empresas. Como resposta à dinâmica de mercado do período industrial dos anos de 1970, empresas tiveram de se adaptar ao mercado de controle corporativo, o qual inseriu as organizações em um ambiente de compartilhamento da propriedade, gerando uma separação entre propriedade e gestão. (Chandler, 1990)

Esta estrutura de propriedade se deu em consequência do crescimento da demanda por grandes volumes de recursos financeiros, onde diante do mercado de crédito se mostrar insuficiente para suprir as necessidades de financiamento dos agentes, criou-se um ambiente propício ao desenvolvimento do mercado de capitais, o qual possibilita a troca de recursos dos agentes superavitários para os deficitários. Sendo assim, as empresas passaram a utilizar o mercado de capitais como uma fonte de captação de recursos para financiar e viabilizar projetos de investimentos, e aos investidores este setor é visto como uma alternativa às aplicações tradicionais oferecidas pelos bancos ou governo, onde há a oportunidade dos poupadores fazerem parte de empreendimentos diversos através da aquisição de ações, se tornando detentores de uma parte do patrimônio de alguma companhia, os chamados *stakeholders*. (Comissão de Valores Mobiliários, 2014)

2.4.2 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

De acordo com Silveira (2010), no século XX, o mercado de capitais brasileiro se apresentava limitado no financiamento das empresas, onde o Estado atuava como estimulador da atividade econômica via empresas estatais ou por concessão de recursos de longo prazo para companhias, subsidiando os custos. Toda esta interferência do Estado na economia, através de uma política intervencionista, acabou por reduzir de forma expressiva a competição no meio empresarial, consequentemente reduzindo também as necessidades das empresas em captarem recursos, investimentos e no desenvolvimento de inovações.

O Brasil, até a década de 1960, apresentava o ambiente do mercado de ações caracterizado por uma regulação excessiva, bolsa de valores controlada pelo governo, corretores como servidores públicos nomeados pelo governo, com cargos de caráter hereditário e monopólio na definição das taxas de corretagem. (Silveira, 2010)

Frente à importância deste setor na economia, as mudanças passam a ocorrer em 1964, quando o governo militar inicia programas de reformas na economia, visando à reestruturação do mercado financeiro por meio de novas leis, como: Lei nº 4537/64, instituindo a correção

monetária através das ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional); Lei da Reforma Bancária (Lei nº 4595/64), reformulando todo sistema nacional financeiro com a criação do Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil; a primeira Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 4728/65), visando o seu desenvolvimento; Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76), com conteúdo referente às regras as quais sociedades por ações passaram a aderir; e uma segunda Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76), a qual trouxe consigo a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que passa a regulamentar, fiscalizar e desenvolver de forma exclusiva o mercado de capitais brasileiro. (Comissão de Valores Mobiliários, 2014; Silveira, 2010)

O impulso de maior crescimento do referente mercado se deu a partir da década de 1990 com a abertura da economia brasileira, atraindo assim maior número de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro, como também por algumas empresas nacionais iniciarem seu processo de abertura de capital e capitalização em mercados externos com a negociação de suas ações em bolsas de valores estrangeiras. (Silveira, 2010)

Conforme se listavam nestes mercados, principalmente na bolsa americana via ADRs (*American Depositary Receipt*), as empresas foram obrigadas a seguir regras impostas pelo órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, a *Securities and Exchange Commission* (SEC). Estas regras eram os chamados “princípios de governança corporativa”, abrangendo exigências tanto em aspectos contábeis, como transparência e divulgação de informações aos investidores. Investidores estes que exigiam práticas avançadas de governança corporativa por parte das empresas, algo ao qual não era comum no mercado de capitais brasileiro. (Comissão de Valores Mobiliários, 2014)

Outra característica marcante na década de 90 foram as privatizações e alienações de grandes companhias, como Vale do Rio Doce e Telebras, resultando ao final década em um aumento na negociação, via Bovespa, das empresas privatizadas. No entanto, as privatizações não solucionaram os problemas estruturais do mercado de capitais brasileiro. Conforme expõe Silveira (2010), o governo a fim de maximizar suas receitas, optou pela venda de blocos de controle para grandes grupos controladores ao invés de promover uma maior dispersão da base acionária, como também alterou a Lei das Sociedades por Ações, eliminando o direito de *tag along*¹ dos acionistas minoritários, impactando de forma negativa na proteção aos

¹ *Tag Along*: direito de acionistas com posse de ações ordinárias em receber uma parte do que foi oferecido aos acionistas controladores em caso de uma alienação do bloco de controle da companhia. Direito este o qual foi excluído em 1997. (Silveira, 2010)

pequenos investidores. O referente direito retorna de forma parcial na nova reforma da Lei das Sociedades por Ações em 2001. (Silveira, 2010)

O País mesmo apresentando sucesso no controle da inflação após o Plano Real em 1995 e no processo de privatizações de 1990 a 2002, ainda apresentava seu mercado de capitais pouco desenvolvido devido a baixa proteção legal aos investidores, como também pela deficiência em práticas de governança nas empresas e, como ressalta Silveira (2010), o Brasil apresentava uma instabilidade macroeconômica que impactava de forma a elevar as taxas de juros e as taxas de risco do país. Todo este ambiente refletiu em uma subavaliação generalizada dos títulos corporativos, aumentando a distância entre empresas e o mercado de capitais, desencorajando as empresas a abrirem seu capital, como também de as empresas com capital aberto utilizarem o mercado. No entanto, conforme enfatiza o autor, este cenário sofreu mudanças a partir de 2004, quando novas IPOs (*Initial Public Offering*) foram sendo introduzidas no mercado, impulsionadas por um ambiente macroeconômico apresentando melhores perspectivas, assim como adesão à práticas de governança corporativa pelas empresas, com melhoria da proteção legal aos investidores.

2.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.5.1 O QUE É A GOVERNANÇA CORPORATIVA

A literatura nos apresenta uma gama de definições a respeito do que vem a ser a governança corporativa.

Carvalho (2002) expõe duas perspectivas, onde partindo do princípio de que a governança corporativa traz a empresa como sendo dos acionistas, sua administração deve ser feita em benefício dos mesmos. Sua primeira perspectiva considera empresas com propriedade acionária dispersa, com base em estudos de Berle & Means (1932), onde o problema de agência era visto como um conflito entre administradores (agente) e acionistas (principal), frente ao oportunismo dos agentes em suas decisões não maximizassem o valor das ações. Assim sendo, a Governança Corporativa seria um mecanismo para proteger os acionistas. A segunda perspectiva destacada por Carvalho (2002), com base em estudos de La Porta (1997), diz respeito aos acionistas majoritários, detentores do controle da empresa, os quais nomeiam seus administradores. Sendo assim, a Governança Corporativa vem a atuar de forma a evitar que os acionistas controladores expropiem os minoritários.

Silveira (2010) adota em seus estudos, a governança corporativa como sendo definida por um conjunto de mecanismos (internos ou externos, de incentivo ou controle), os quais

visam a fazer com que as decisões corporativas sejam tomadas de forma a “maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio” (SILVEIRA, 2010, p. 02), como também o retorno dos acionistas. Estes mecanismos atuam de forma a minimizar ao máximo os custos decorrentes do problema de agência. O autor ainda destaca para alguns potenciais problemas assimétricos presentes nas companhias, e como a governança corporativa é inserida. São eles: conflito de interesses, limitações técnicas individuais e vieses cognitivos.

O conflito de interesses é verificado onde um agente, com poder decisório, opta por ações que maximizam seu bem-estar pessoal, ou seja, busca maximizar os resultados de sua carreira em detrimento ao melhor resultado para a empresa. Sobre as limitações técnicas, o autor ressalta a importância dos mecanismos de governança como o conselho de administração, com membros qualificados, formações diversas e experiências, de forma às tomadas de decisões não serem concentradas em uma única pessoa, possibilitando assim a cada profissional se qualificar, obtendo os conhecimentos técnicos de suas respectivas áreas, gerando assim uma melhora nas tomadas de decisões da empresa. A respeito dos vieses cognitivos, Silveira (2010) ressalta os estudos que vem sendo feitos pela psicologia aplicada, demonstrando alguns dos vieses aos quais estamos sujeitos, como por exemplo, um empreendedor, executivo principal, com poder de decisões, pode vir a ser muito otimista sobre um negócio, aprovando assim planos de expansão de forma demasiada, colocando assim a companhia em risco. É frente a estes cenários que a governança atua com um sistema de, por exemplo, conselho de administração ativo e independente, questionando o executivo sobre tais projetos e evitando a exposição da companhia a riscos inadequados.

Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como sendo uma maneira a qual os financiadores, ou fornecedores do capital, se assegurem de que irão obter retornos sobre o capital investido.

De forma geral, a governança corporativa é um conjunto de mecanismos através dos quais investidores externos se protegem de expropriações por parte agentes (internos). (La Porta; Shleifer; Lopez-De-Silanes, 2000)

2.5.2 ORIGENS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O movimento se originou nos Estados Unidos em meados da década de 1980, devido ao ambiente acionário muito pulverizado e diante de leis norte-americanas que dificultavam a atuação e participação dos acionistas junto às companhias. Desta forma, conforme argumenta

Silveira (2010), os CEOs (*Chief Executive Officers*) norte-americanos desfrutavam de um grande poder de controle, pois na referente época, os conselhos de administração eram constituídos, em grande parte, pelos próprios executivos da companhia, subordinados aos CEOs, de forma que quando havia algum membro externo no conselho, ele, muitas vezes, era uma pessoa que possuía um relacionamento pessoal com o CEO. Diante desta situação, diversos investidores se mostravam insatisfeitos, principalmente os investidores de grandes fundos de pensão.

Segundo Carlsson (2001), o momento de maior destaque ao movimento se deu na ocorrência do caso *Texaco* em 1984, onde um acionista específico adquiria ações da companhia com o interesse da aquisição do controle da mesma. Frente a isto, a administração da *Texaco* atuou com uma operação chamada *greenmail*, agindo de forma a oferecer apenas pelas ações do referente acionista um valor acima da cotação de mercado, recebendo assim, um retorno considerável em um curto prazo e conseqüentemente, conforme ressalta Silveira (2010), levando a um prejuízo aos demais acionistas da companhia, por não saberem desta negociação a qual a companhia estava efetuando. A partir de então, grandes fundos que possuíam ações aplicadas em companhias como esta, indignados com o ocorrido, passaram a monitorar as práticas das companhias de seu portfólio de investimentos, ressaltando a iniciativa tida pelo fundo de pensão Calpers (*California Public Employees Retirement System*), um dos grandes acionistas de longo prazo da *Texaco*, segundo Silveira (2010), que se mostrou com uma postura mais ativa. O fundo elaborou uma relação de problemas a serem enfrentados, como salários de CEOs, dependência excessiva dos conselhos em relação aos executivos, entre outros. Tal relação serviu como base à elaboração das primeiras práticas recomendadas.

O referente fundo foi além, atuou junto à criação do Conselho dos Investidores Institucionais (CII – *Council of Institutional Investors*) em 1985. O objetivo do CII era cuidar dos interesses dos institucionais por meio de atividades como, por exemplo, de *lobby* (uma forma de influenciar decisões) para alteração da legislação americana. O Calpers também atuou monitorando as práticas de governança corporativa de suas empresas investidas, onde as que apresentavam certa deficiência eram expostas na mídia. A conseqüência de todas estas iniciativas e participação mais ativa foi à mudança nas práticas de governança de boa parte das empresas americanas na década de 1990, ocorrendo uma maior participação de membros independentes nos conselhos e demissões de CEOs. (Silveira, 2010)

Conforme argumenta Silveira (2010), deve-se destacar o histórico confiável dos investidores no arcabouço legal e regulador do mercado de capitais norte-americano, sendo um dos mais sofisticados do mundo. À exemplo, a criação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX), criada em 2002, impactando também companhias de grande porte do mundo todo, pois diversas diretrizes eram obrigatórias para companhias com ações negociadas através de ADRs (*American Depositary Receipts*) nos níveis 2 e 3 nos Estados Unidos. No entanto, mesmo após algumas décadas, ocorreram períodos de escândalos corporativos, como Enron, Worldcom, entre outros, relançando dúvidas quanto à qualidade da governança das companhias, pois tais escândalos envolveram problemas na atuação de outros agentes do mercado, como auditores externos, advogados, entre outros, demonstrando assim que os problemas de governança corporativa ainda terão um longo caminho para serem resolvidos.

2.5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A expressão Governança Corporativa começou a ser abordada no Brasil a partir de 1990. Segundo Silveira (2010), o atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), dedicado ao referente tema, foi fundado com a denominação Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA) em novembro de 1995, demonstrando o pouco conhecimento geral a respeito desta expressão à época.

Diante de conflitos, entre controladores e minoritários, decorrentes de fechamentos de capital e alienações de blocos de controle, a partir de 1998 o tema Governança Corporativa passa a ganhar força no país, onde em 1999 é lançado o primeiro “Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa” pelo IBGC, visando estabelecer, através de recomendações estruturadas, um melhor padrão de governança corporativa nas companhias, se tornando assim um documento de referência. (Silveira, 2010)

O código brasileiro encontra-se atualmente, segundo o próprio IBGC (2015), em sua 5ª edição, tendo sua estrutura dividida em cinco capítulos:

- 1 **Sócios** – enfatiza a questão de propriedade e direito dos sócios;
- 2 **Conselho de Administração** – faz referência quanto à seleção, qualificações, número de membros, prazo de mandato, avaliação do conselho e conselheiros, reuniões, confidencialidade, entre outros;
- 3 **Diretoria** – com práticas direcionadas à gestão, suas atribuições, transparência, indicações de diretores, remunerações, acesso a instalações, informações e arquivos;

- 4 **Órgãos de Fiscalização e Controle** – embasa o papel do comitê de auditoria, conselho fiscal, auditoria independente e auditoria interna;
- 5 **Conduta e Conflito de Interesses** – abrangendo código de conduta, comitê de conduta, canal de denúncia, uso de informações privilegiadas, políticas de divulgações de informações, políticas de contribuições e doações, como também fazendo referência a política de prevenção e detecção de atos de natureza ilícita.

Além do referente código, elaborado por agentes do mercado, Silveira (2010) ressalta para existência de códigos elaborados pelas próprias companhias, as quais se preocupam com a questão de governança empresarial e é um meio ao qual as mesmas apresentam aos seus investidores o seu modelo de governança corporativa e as principais práticas adotadas. A exemplo, o autor faz referência ao código considerado como pioneiro, publicado em 1992 pela companhia *General Motors* (GM).

A Governança Corporativa passa a ganhar uma maior dimensão no Brasil em 2000 quando a Bovespa lança os segmentos especiais de listagem: **Nível 1**, **Nível 2** e **Novo Mercado**. Segmentos estes aderidos de forma voluntária pelas companhias, com a finalidade de segmentar as empresas em função de seu nível de adesão às práticas de governança, os quais serão abordados nos tópicos seguintes.

2.5.4 SEGMENTOS ESPECIAIS DE LISTAGEM

A Bovespa cria em 2000 seus segmentos especiais de governança, onde cada segmento possui um diferencial em relação à exigência às práticas de governança corporativa. A adesão, por parte das companhias, às práticas de governança se dá de forma voluntária, onde a classificação se dá quanto ao nível de adesão às melhores práticas por parte das empresas. (Silveira, 2010)

A finalidade desta segmentação, por parte do mercado, consiste em obter uma melhora na qualidade de divulgações das empresas, como também de forma a aumentar o grau de segurança oferecida aos investidores. (Cicogna, 2007)

2.5.4.1 NOVO MERCADO

É o segmento especial que representa o nível de maior exigência quanto às práticas de governança por parte das empresas. Segundo a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), “sua criação, no ano de 2000, foi uma quebra de paradigmas para o mercado de capitais brasileiro e modificou

a conjuntura da captação de ações, pois trouxe mais governança, consolidando as regras para o mercado.” (B3, p. 38; 2017)

Através do Novo Mercado a Bovespa deu início a um processo de fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. Segundo Santana (2001), sua criação se fundamentou no princípio de que a valorização e a liquidez das ações estão positivamente relacionadas com a redução da percepção do risco de um mercado, por parte dos investidores. Percepção de risco esta a qual seria reduzida pela entrada das empresas no referente segmento, concedendo assim maiores direitos e garantias aos acionistas, além de obter uma redução de assimetria informacional entre administradores e acionistas. Desta forma, ocorreria no mercado uma precificação mais adequada das ações, estimulando a abertura de capitais, como também à novas emissões de empresas com capital já aberto, fortalecimento o mercado de capitais brasileiro, assim como contribuindo no financiamento das empresas.

A principal condição para empresas ingressarem a este segmento é possuírem seu capital exclusivamente composto por ações ordinárias (ON), ou seja, empresas neste segmento emitem apenas ações ordinárias, possibilitando a garantia de direito ao voto em todas as ações, de forma a conceder aos acionistas, proporcionalmente, os mesmos direitos dentro da companhia, como também se faz exigência quanto ao compromisso em manterem um percentual mínimo de 25% das ações em circulação (*free float*), aumentando assim a liquidez no mercado secundário, devido a este mínimo exigido em negociação, não pertencente ao grupo de controle. (Cicogna, 2007)

Conforme o próprio Regulamento do Novo Mercado (2017), sua abrangência de exigências se faz em relação aos seguintes pontos:

- Direito a 100% de *tag along*, ou seja, em caso de alienação os acionistas possuem o direito de venda das ações pelo mesmo preço atribuído às ações detidas pelos controladores;
- Empresas devem elaborar e divulgar suas políticas quanto a: valores mobiliários, remunerações, indicações de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária, gerenciamento de risco, transação com partes relacionadas;
- Divulgação de fatos relevantes, informações sobre proventos e comunicação de seus resultados, simultaneamente em inglês e português;
- Divulgação mensal de negociações com valores mobiliários de emissão tanto da empresa quanto pelos acionistas controladores, restringindo, conforme Peixe (2003), a

negociação de ações por parte dos administradores e controladores devido ao seu acesso a informações privilegiadas durante certos períodos em que outros acionistas não têm acesso, como por exemplo, durante a elaboração de balanços, a fim de assegurar maior transparência nas negociações;

- Divulgar um calendário anual fazendo referência a divulgação dos seguintes eventos: demonstrações financeiras anuais completas e demonstrações financeiras padronizadas (DFP); informações trimestrais (ITR); realização da assembleia geral ordinária e divulgação do formulário de referência. Onde em caso de alteração das seguintes datas, a companhia deve atualizar seu calendário previamente a ocorrência do evento; entre outros requisitos a serem cumpridos.

O ingresso e permanência ao Novo Mercado se efetivam a partir do cumprimento de todas as obrigações estabelecidas no referente regulamento, observando todos os prazos. Frente às exigências e dificuldades de adequação total a regulamentação estabelecida, Santana (2001) e a própria BM&FBovespa (2014) elencam como empresas-alvo a este segmento aquelas que estão prestes a abrir seu capital, principalmente devido à exigência da emissão exclusiva de ações ordinárias (ON), tendo em vista de que ainda se fazem presente empresas com certa parcela em ações preferenciais (PN). Sendo assim, a fim de oferecer oportunidade a todas as empresas do mercado, a Bovespa criou os demais Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1 e Nível 2.

2.5.5 NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Diante da dificuldade em adequação à todas às regras exigidas pelo Novo Mercado, a Bovespa buscou implementar níveis diferenciados, Nível 1 e 2, a fim de possibilitar oportunidades aquelas companhias que já possuam ações negociadas na bolsa de valores, incentivando e preparando empresas a aderirem ao Novo Mercado de forma a elevar o potencial de valor de seus ativos e criar um estímulo ao interesse de investidores. (Filho, 2006)

Companhias que se encontram listadas nestes níveis são aquelas que ainda possuem ações preferenciais em sua estrutura acionária, mas que se mostram dispostas a serem mais transparentes e oferecer mais garantias aos seus investidores. Se enquadradas no Nível 1, as companhias estão assumindo um comprometimento em divulgarem com maior qualidade suas informações ao mercado e se comprometem com a dispersão acionária (Cicogna, 2007), onde

atualmente se faz presente a obrigatoriedade do percentual de 80% de *tag along* para ações ordinárias (ON) conforme legislação. (BM&FBovespa)

No Nível 2, além de cumprirem as obrigações do Nível 1, as empresas adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança e direitos adicionais direcionados aos acionistas minoritários, mantendo assim um equilíbrio entre os direitos de controladores e minoritários. As empresas enquadradas no referente nível tem o direito de manterem em seu capital ações preferenciais (PN), um fator que os diferencia do nível mais exigente quanto as regras de governança. Ademais, as obrigações quanto à demonstrações contábeis em regras internacionais para divulgação de informações financeiras (US-GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* - ou IFRS - *International Financial Reporting Standards*) (Cicogna, 2007), como também, atualmente passou a ser exigido *tag along* de 100% nas ações preferenciais e ordinárias das empresas listadas no Nível 2, entre outras obrigações semelhantes as exigidas pelo Novo Mercado. (BM&FBovespa)

Conforme argumentado e exposto por Cicogna (2007), a grande adesão ao Nível 1 foi mais intensa no ano de criação dos novos padrões de governança, com o Nível 2 apresentando pouca variação no número de empresas registradas, no entanto, as empresas que estão abrindo seu capital apresentam uma tendência crescente de adesão direta ao Novo Mercado. Segundo a autora, em dezembro de 2006 o Nível 1 possuía um total de 36 empresas listadas, o Nível 2 com 14 empresas e no Novo Mercado estavam listadas 42. Atualmente, segundo dados disponibilizados pela BM&FBovespa, atualizados em 18 de julho de 2018, o Nível 1 de listagem apresenta 27 empresas, Nível 2 se encontra com 20 companhias listadas e o Novo Mercado alcançou um total de 142 empresas aderindo suas regras de governança corporativa.

Dada a seguinte exposição dos estudos de Cicogna (2007), podemos observar a pressão para que as empresas se adéquem as exigências dos níveis de governança, onde conforme analisado por Carvalho (2002), o efeito sobre os retornos das empresas que migraram para os níveis de governança foram maiores do que os esperados, causando efeito positivo sobre o preço das ações e aumento de liquidez após esta migração.

2.5.6 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC)

Conforme a própria BM&FBovespa, o Índice de Governança Corporativa consiste no “resultado de uma carteira teórica de ativos” (BM&FBovespa, 2015, p. 02) com o objetivo de “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas listadas no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da BM&FBovespa” (BM&FBovespa, 2015, p. 02), ou seja,

mede o comportamento da carteira composta pelas empresas que aderiram aos padrões de governança corporativa da Bovespa. (Cicogna, 2007)

É composto por ações e *units* (referem-se aqueles ativos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários negociados em conjunto, como por exemplo, uma ação ordinária e um bônus de subscrição) de companhias listadas na BM&FBovespa, as quais atendam certos critérios de inclusão, como por exemplo, não são inclusos os ativos de companhias que estão em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, em regime especial de administração temporária, como também não são inclusos os ativos das BDRs. (BM&FBovespa, 2015)

Desta forma, conforme BM&FBovespa (2015), os ativos selecionados para comporem o Índice são aqueles das companhias listadas nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa enquadradas no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, assim como ter presença em pregão de 50% no período de vigência de três carteiras anteriores e não serem classificados como *penny stock*². Conseqüentemente, as companhias que não atenderem a estes requisitos serão excluídas da carteira de composição do índice.

Quanto aos critérios de ponderação, os ativos são ponderados pelo valor de mercado dos ativos que estão em circulação (*free floats*), multiplicados por um fator de governança, sendo este fator estabelecido pela BM&FBovespa de 2 para os ativos pertencentes ao Novo Mercado; 1,5 para os ativos do Nível 2; e 1 para os ativos do Nível 1. A participação dos ativos de cada empresa no Índice de Governança Corporativa, considerando todos os papéis, ou seja, todas as espécies e classes de ações ou *units* que tenham como lastro tais ações da companhia, não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. No caso de uma participação superior ao percentual estabelecido, serão efetuados ajustes para adequar o peso dos ativos a esse limite. (BM&FBovespa, 2014)

2.5.7 ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – NOVO MERCADO (IGC-NM)

Corresponde ao indicador de desempenho médio das cotações de companhias que apresentem boas práticas de governança corporativa e estejam listadas no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa, não estando incluídas “BDRs e ativos de companhias em recuperação judicial ou extrajudicial, regime especial de administração temporária, intervenção ou que sejam negociados em qualquer outra situação especial de listagem” (BM&FBovespa, 2015, p. 02), conforme mesmos critérios estabelecidos pelo IGC, com a

² Ativo com cotação inferior a R\$1,00. (BM&FBovespa, 2014)

exigência especial de estarem listadas e cumprirem as obrigações estabelecidas pelas normas do Novo Mercado.

Sua forma de ponderação se dá conforme mesma metodologia do Índice de Governança Corporativa, com o mesmo percentual limite de 20% de participação e ativos calculados pela ponderação do valor de mercado do “*free float*” da espécie pertencente à carteira. (BM&FBovespa, 2015)

2.5.8 EVOLUÇÃO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IGC) E ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – NOVO MERCADO (IGC-NM)

Com base nos dados obtido através da BM&FBovespa, correspondente a evolução diária da pontuação de fechamento dos referentes índices, foi efetuada a média entre o valor mínimo e máximo atingidos mensalmente pelos índices em seus respectivos períodos. O IGC abrange o período de julho de 2001 a julho de 2018; assim como o IGC-NM ao período de janeiro de 2007 a agosto de 2018, podendo assim observar a evolução mensal em pontos dos mesmos através dos gráficos 1 e 2.



Gráfico 1: Evolução Mensal Índice de Governança Corporativa (IGC).

Fonte dados: BM&FBovespa; gráfico gerado pelo autor.

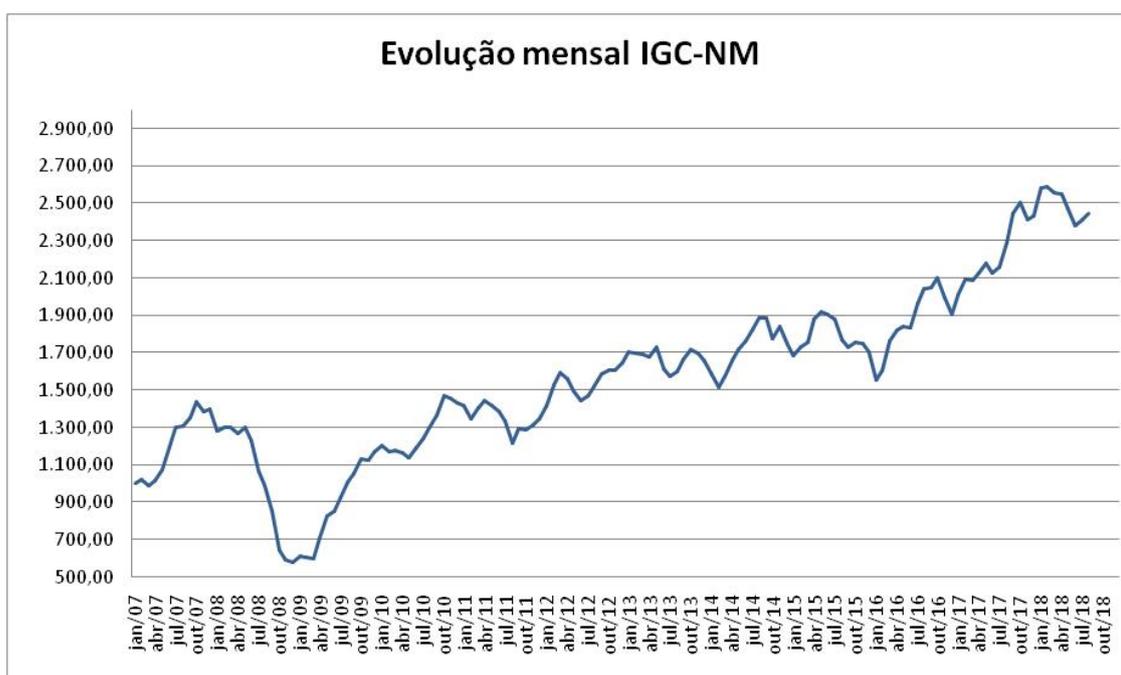


Gráfico 2: Evolução Mensal Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM).
 Fonte dados: BM&FBovespa; gráfico gerado pelo autor.

Como podemos observar nos gráficos, verificamos uma tendência de crescimento médio, com certa volatilidade dos índices, os dois apresentando uma queda considerável em 2008, período em que houve a crise financeira norte-americana de hipotecas *subprime*, afetando assim nos mercados do mundo todo. As bolsas mundiais, inclusive a brasileira, sentiram os efeitos da crise de 2008, refletindo em uma recessão na economia. Consta-se uma volatilidade mais intensa e uma queda mais expressiva em momentos em que problemas de assimetria de informações (seleção adversa e risco moral) são mais intensos, ou seja, quando a incerteza e o risco no mercado se intensificam, conforme argumentado por Denardin (2007).

Desta forma, conforme resultados obtidos pelos estudos de Espejo e Clemente (2016) e observados nos gráficos gerados, durante a crise, “a adoção de mecanismos diferenciados de governança corporativa pode não ter colaborado para redução do risco das ações das empresas” (Espejo e Clemente, 2016, p. 49) no referente período, onde é visível a redução do desempenho tanto no IGC quanto no IGC-NM, conforme se pode observar na redução de desempenho nas respectivas evoluções mensais expostas na figura 3.

Evolução Média IGC		Evolução Média IGC-NM	
mai/08	7.078,30	mai/08	1.300,84
jun/08	6.719,11	jun/08	1.232,44
jul/08	5.936,25	jul/08	1.069,98
ago/08	5.556,99	ago/08	992,30
set/08	4.936,00	set/08	854,46
out/08	3.827,69	out/08	644,83
nov/08	3.552,74	nov/08	590,14
dez/08	3.704,50	dez/08	580,40
jan/09	3.846,66	jan/09	611,96
fev/09	3.826,00	fev/09	603,93
mar/09	3.718,41	mar/09	600,73
abr/09	4.266,91	abr/09	709,81

Figura 3: Desempenho mensal Índice de Governança Corporativa (IGC) e Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM) no período de maio/2008 a abril/2009.

Fonte dados: BM&FBovespa; tabela elaborada pelo autor com auxílio do software excel.

A partir de 2009 se observa um aumento desempenho dos índices, com oscilações no longo prazo refletindo a instabilidade macroeconômica, onde a credibilidade do cenário político do país durante os demais períodos influenciou o desempenho do mercado financeiro, consequentemente refletindo sobre os índices do mercado de capitais. (Espejo e Clemente, 2016)

De forma a ilustrar o impacto da Crise Financeira de 2008 sobre os índices de governança, nos gráficos 3 e 4 pode-se verificar a alta volatilidade alcançada pelo IGC e IGC-NM, com dados gerados pela B3 através do desvio padrão da variação diária de forma anualizada.



Gráfico 3: Volatilidade mensal anualizada IGC
 Fonte: BM&FBovespa – B3

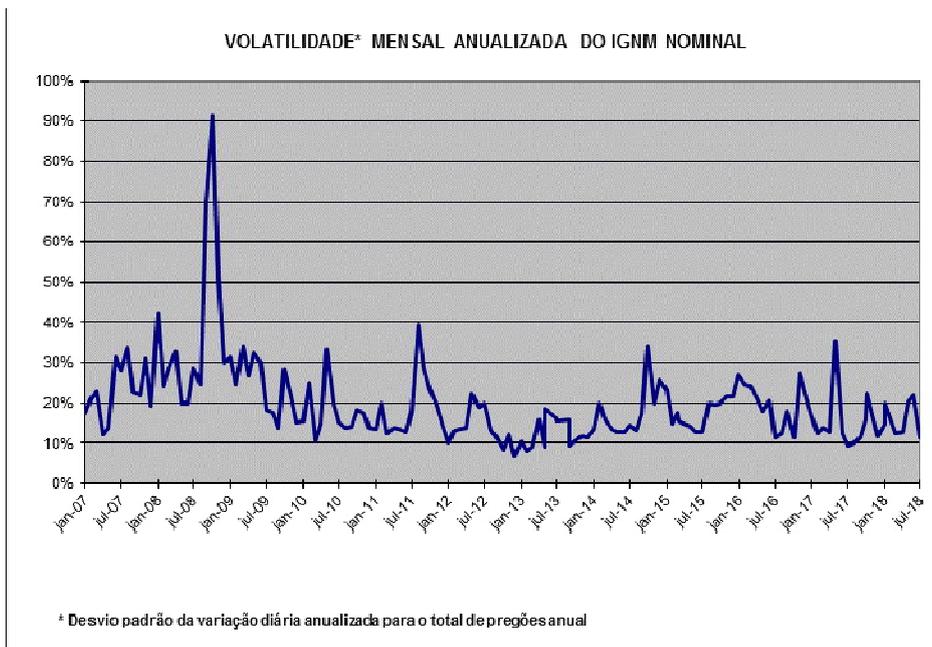


Gráfico 4: Volatilidade mensal anualizada IGC-NM
 Fonte: BM&FBovespa – B3

3. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Diversos autores vêm estudando a perspectiva da governança corporativa no setor financeiro, onde a adoção de práticas visando maior transparência podem resultar em ganhos de valor e credibilidade às empresas aderentes às suas regras.

A governança corporativa era desconhecida pela grande maioria até 1990, quando ao final da década, diante de grandes escândalos corporativos, envolvendo assimetria de informações e conflito de interesses, se fez necessária a abordagem e desenvolvimento de um mecanismo corporativo para assegurar maior credibilidade ao mercado financeiro, de forma a minimizar os problemas gerados pela assimetria informacional.

Análises de Akerlof (1970) foram pioneiras nos estudos envolvendo mercados com assimetria informacional, comprovando que não há modelos econômicos com informações perfeitas pois, na realidade, alguma das partes de uma transação possui informações adicionais, criando assim um mercado com uma gama de “limões” (produtos de qualidade ruim), onde as “peras” (produtos de boa qualidade) acabam não sendo negociadas. O objetivo fundamental do estudo de Akerlof (1970) foi demonstrar o quanto o problema de seleção adversa afeta a eficiência do mercado, constatando que a informação é um fator importante para seu bom funcionamento, onde os próprios agentes ajustam os níveis de produção e preços.

Jensen e Smith (1984) ressaltam da necessidade do entendimento destes problemas assimétricos na gestão das corporações. Seus estudos ressaltam do processo de separação do controle e gestão das companhias, onde a análise de tais conflitos é uma parte importante da literatura econômica, pois as decisões corporativas dos gestores afetam diretamente os fluxos das empresas. Pesquisas de Levine & Zervos (1998) e Levine (1997) expõe a importância de um sólido mercado financeiro, amparado em um aparato legal consistente e imponente, o qual está ligado diretamente ao crescimento da produtividade e desenvolvimento de um país perante a economia mundial.

O conflito de interesses na alta gestão de empresas, assim como a estrutura de propriedade, são assuntos de discussões sobre governança corporativa, o que observamos nos estudos de Berle e Means (1932) ao analisarem a composição acionária de grandes empresas norte-americanas, onde conforme as mesmas pulverizavam sua propriedade, o conflito de interesses era inevitável, o que influenciava o desempenho e valor das companhias.

Desta forma, pesquisas a respeito da governança corporativa foram sendo elaboradas no momento em que a empresa passou a ser vista como “alocação de capital” entre acionistas

e que os interesses conflitantes dos gestores dentro das companhias poderiam afetar decisões e o desempenho da companhia. (Silveira, 2010)

Para Levine & Zervos (1998), a partir do momento em que empresas abrem seus capitais no mercado acionário, a economia de um país é favorecida, pois possibilita o desenvolvimento e crescimento econômico, ou seja, os mercados financeiros fornecem serviços importantes para o crescimento de empresas e do país, sendo o mercado de capitais uma alternativa de financiamento das companhias.

Para que este desenvolvimento ocorra de fato, Cicogna (2007) enfatiza para a importância de um aparato legal que coíba o comportamento oportunístico dos indivíduos que se aproveitam das assimetrias informacionais que possam vir a ocorrer neste ambiente que apresente problemas de agência e assimetria informacional. A mesma conclui em seus estudos que, empresas que apresentam níveis diferenciados de governança corporativa possuem maior acesso à crédito de longo prazo no mercado financeiro, sendo elas privilegiadas frente as demais, pois empresas com práticas mais rígidas de governança apresentam capacidade de se financiarem no curto prazo, tanto por lucros, quanto pela valorização de seu patrimônio líquido a valor de mercado.

Silveira (2010) aborda o tema em diversos de seus estudos. Segundo o autor, a governança corporativa está sendo considerada um dos principais focos de discussões sobre alta gestão no mundo atualmente, pois aborda sobre processos decisórios na cúpula de grandes empresas, assim como se refere ao relacionamento entre seus executivos, acionistas e conselheiros. Em um de seus estudos, Silveira (2004) constata que há uma relação positiva entre a governança corporativa e o valor das empresas, principalmente se a qualidade de governança estiver relacionada à transparência de informações, reforçando a importância de diretrizes públicas e institucionais que diminuam os incentivos para emissões de ações sem direito a voto no Brasil, devido estas aumentarem os votos em posse dos controladores e, conseqüentemente, aumentando a probabilidade de expropriação dos minoritários pelos majoritários. Segundo o autor, “uma ação – um voto” como forma fundamental à diminuição de benefícios privados do controle, e expõe quanto às empresas com ADRs, as quais possuem melhor qualidade de governança e maior valor de mercado, ou seja, para um melhor desenvolvimento do mercado de capitais nacional, é importante o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas empresas com capitais negociados em bolsa.

Vieira e Mendes (2004) também observam uma rentabilidade superior nas empresas associadas às práticas de governança. Os mesmos concluem que há uma redução na questão

envolvendo assimetria de informação que acaba provocando uma redução no custo do capital. No entanto, acreditam que é necessário um tempo maior de adaptação e implementação deste processo no mercado de capitais brasileiro para auferir melhores resultados.

Conforme argumentam La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), a regulação dos mercados financeiros está enraizada na estrutura legal de cada país, de forma que seu desenvolvimento necessite de uma imponente proteção legal aos seus investidores, tendo as práticas de governança como uma forma a contornar os problemas relacionados à assimetria informacional, a qual pode trazer benefícios significativos ao funcionamento da economia do país. Seguindo este contexto, Carvalho, Black e Sampaio (2014) comprovam em suas análises que o desenvolvimento deste aparato legal no Brasil e a adesão das normas por parte das empresas, desde a implantação dos segmentos diferenciados de listagem, tem se mostrado um ponto de valorização dos investidores ao escolherem companhias para alocarem seus capitais.

De forma geral, todos os autores que abordaram e vem abordando este tema convergem a uma conclusão comum, a de que mesmo sendo um processo de adaptação e visualização mais consistente dos resultados de forma mais lenta, no longo prazo as medidas institucionais e legais de práticas de governança mostram uma perspectiva positiva quanto à minimização dos problemas advindos da assimetria informacional, sendo este mecanismo de extrema importância na transferência de maior credibilidade do mercado financeiro como um todo. Sendo assim, as constatações empíricas corroboram as discussões de que a adesão às boas práticas de governança auferem impactos positivos no mercado. No entanto, Coffee (2005) ressalta quanto à importância da análise às estruturas de propriedade das empresas, pois segundo o autor, elas diferem na forma em que estes problemas de assimetria se apresentam na corporação, ou seja, reformas aplicadas a um tipo de estrutura de propriedade nem sempre serão efetivas se aplicadas à outra estrutura, logo, recomenda que estruturas de propriedade dispersa tenham seus auditores externos se reportando a um comitê de auditoria do conselho administrativo composto de membros independentes, e estruturas com propriedade concentrada tenham os acionistas minoritários selecionando os auditores e que eles se reportem aos mesmos.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Com o objetivo de analisar o comportamento de algumas variáveis macroeconômicas de interesse, as mesmas serão verificadas sob a incidência de choques de política monetária, onde conforme a teoria, uma economia sob efeito dos referentes choques tende a elevar os graus de incerteza e aversão ao risco dos agentes. O aumento na assimetria informacional gerado pela maior incerteza que contamina o mercado financeiro causa uma redução na oferta de recursos, pois os agentes financeiros reagirão de forma a diminuir esta oferta no mercado em virtude da percepção do ambiente mais arriscado.

A metodologia de análise a ser utilizada está baseada em um Vetor Auto- Regressivo (VAR), submetendo as principais variáveis macroeconômicas de interesse em função de resposta a impulso, testando seu comportamento mediante os choques na política monetária.

4.1 METODOLOGIA

A investigação empírica está baseada em séries de tempo, observadas através de uma metodologia de pesquisa sob forma de um Vetor Auto-Regressivo (VAR), o qual permite a análise das funções resposta a impulso, permitindo assim identificar os efeitos dos choques de política monetária sobre as variáveis do mercado de capitais.

O Vetor Auto-Regressivo (VAR) é representado pela seguinte equação-padrão:

$$BX_t = B_0 + \sum_{i=1}^p B_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

Onde, X_t é um vetor ($n \times 1$) de variáveis econômicas de interesse no instante t ; B_0 é um vetor ($n \times 1$) de constantes ao qual a variável de interesse sofre impacto; B_i , com $i=0, \dots, p$, correspondente aos coeficientes das demais variáveis que também possam vir a afetar de alguma forma a variável de interesse; e ε_t , um vetor ($n \times 1$) de choques estruturais com média zero, variância constante, sendo individualmente serialmente não correlacionados, isto é, $\varepsilon_t \sim (0, \sigma)$, em que σ é uma matriz ($n \times n$) de variância-covariância dos erros.

As variáveis utilizadas para estimação dos modelos econométricos (anexo 1), com o objetivo de analisar seus comportamentos diante de impactos advindos dos choques de política monetária no mercado de capitais, são:

- Indicador de atividade econômica: Indústria;

- Indicador de política monetária: taxa de juros SELIC³ (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia);
- Indicador de preços: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA);
- Indicador de câmbio, representado pela Taxa de Câmbio média de final de período;
- Indicador de oferta monetária, representado pelo M1⁴;
- Indicadores do mercado de capitais, sendo eles: Índice Bovespa (Ibovespa⁵); valor das empresas negociadas no Ibovespa; Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC⁶).

O presente trabalho compreende o período de abril de 2002 à julho de 2018, com dados expressos em forma de logaritmo e as séries de interesse submetidas ao teste de raiz unitária *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) para verificar se as variáveis utilizadas seguem um processo estocástico estacionário, sob a hipótese nula (H_0) de que as variáveis apresentam raiz unitária (é não estacionária). Observando o referente teste, conclui-se que todas as séries são não estacionárias aos níveis de significância 1%, 5% e 10%. Desta forma, o teste para as séries em primeira diferença torna todas as séries estacionárias após uma diferenciação (Anexo 2).

Para analisar a relação estrutural entre as séries envolvidas, foi efetuado o teste de cointegração a fim de observar se as séries temporais envolvidas possuem ou não uma relação a longo prazo. Segundo conceito introduzido por Engle e Granger (1987), a primeira condição é que todas variáveis devem ser integradas em mesma ordem para que possam ser cointegrantes, e assim apresentar uma relação de equilíbrio de longo prazo. No entanto, no curto prazo existem desvios desta tendência, representados pelos “erros de equilíbrio” que nos mostram os desvios temporários deste equilíbrio de longo prazo. Logo, com o referente teste se verifica a estacionariedade dos resíduos, comprovando que há pelo menos uma raiz de cointegração, o que comprova a relação existente no longo prazo, com os resultados da cointegração expostos nos anexos 5; 8 e 11.

Para cada variável representativa do mercado de capitais (Ibovespa, IGC e valor das empresas negociadas no Ibovespa) foi estimado um modelo, de forma a analisar a interação

³ Representa um dos principais instrumentos de política monetária do Banco Central do Brasil, considerado uma das principais metas a serem alcançadas, no curto prazo, pelo programa de metas de inflação. (Banco Central do Brasil, 2016)

⁴ Segundo Banco Central do Brasil, o M1 é gerado pelas instituições emissoras de haveres estritamente monetários, consistindo no papel moeda em poder público mais os depósitos à vista.

⁵ É o principal índice do mercado de ações, o qual calcula o desempenho médio das cotações dos ativos mais negociados e representativos do mercado de ações do país. (BM&FBOVESPA)

⁶ Descrito no tópico 2.5.

entre as variáveis macroeconômicas selecionadas e as variáveis do mercado de capitais, com os principais resultados estatísticos dos modelos estimados apresentados nos anexos 3; 6 e 9.

A análise dos resíduos, a fim de demonstrar o grau de ajustamento no que se refere à ausência de auto-correlação e heteroscedasticidade condicional, para cada modelo VAR estimado, podem ser verificados nos anexos 4;7 e 10.

De forma geral, o modelo gerado e apresentado demonstra bom ajustamento, permitindo assim uma análise mais consistente quanto ao comportamento das variáveis do mercado de capitais mediante choques de política monetária, tornando-se possível fazer a análise da função resposta a impulso (*Impulse Response Function* – IRF) para cada uma das respectivas variáveis.

5. ANÁLISE DA FUNÇÃO RESPOSTA A IMPULSO (*IMPULSE RESPONSE FUNCTION – IRF*)

A partir dos resultados apresentados na derivação dos modelos VAR para as três variáveis do mercado de capitais, foram gerados choques de um desvio padrão na taxa Selic, e desta forma apresentadas as funções de resposta a impulso das variáveis selecionadas.

Na figura 4⁷ podemos observar as funções resposta a impulso das variáveis macroeconômicas elegidas, com base no modelo IS-LM-BP (*Investment Savings - Liquidity preference Money supply - Balance of Payments*), quando submetidas a choques na taxa Selic.

⁷ As linhas pontilhadas apresentadas nos gráficos correspondem ao intervalo de confiança e as linhas sólidas indicam os valores das medianas das respostas.

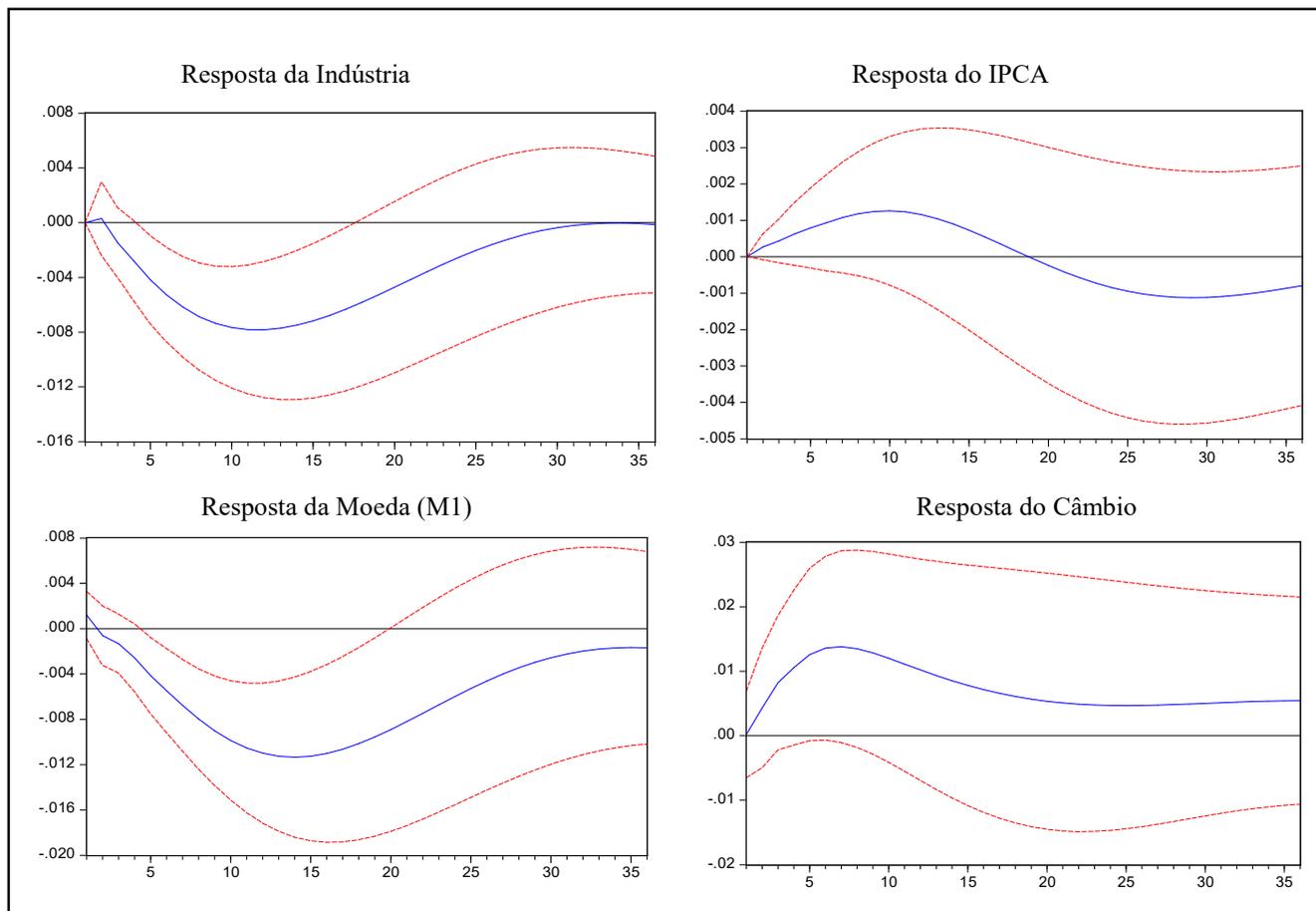


Figura 4: Respostas das variáveis macroeconômicas a choques de um desvio padrão na taxa Selic.
 Fonte: elaborado pelo autor.

A variável de atividade produtiva (Indústria) apresenta uma queda rápida nos primeiros nove meses, iniciando um processo de recuperação a partir do décimo primeiro mês até retomar ao seu nível original depois de transcorridos cerca de um ano e nove meses. Este impacto de contração por parte da indústria se dá devido ao aumento na taxa de juros influenciar diretamente nos juros sobre os empréstimos contraídos pelas empresas, o que torna o retorno incerto e aumenta o risco sobre os novos projetos, demonstrando assim o longo prazo percorrido para o reajuste do nível da atividade produtiva do país frente ao referente choque.

O indicador de preços IPCA reage com um aumento imediato em resposta ao choque na taxa Selic. O índice de preços se mostra crescente nos primeiros nove meses, onde atinge seu ponto de máxima e apresenta declínio a partir do décimo primeiro mês, que se mantém de forma persistente durante um período de um ano e quatro meses.

Quanto à taxa de câmbio, sua resposta inicial é de expressivo crescimento no período inicial de sete meses e no oitavo mês demonstra redução até o vigésimo terceiro mês onde a

partir de então alcança uma estabilidade positiva em sua variação. Sua valorização inicial pode ser explicada, em partes, como um reflexo da entrada de investidores estrangeiros para aplicações no Brasil atreladas aos juros decorrentes da alta na Selic.

No que tange a oferta de moeda, variável M1, seu comportamento apresenta intensa queda durante o período de um ano e dois meses. Após atingir seu ponto de mínimo, sua retomada de crescimento se dá de forma constante a partir do décimo quarto mês, mantendo este comportamento por um período de ano e oito meses. No entanto, a referente variável não apresenta retorno ao seu nível original, de forma a se manter abaixo do nível inicial diante do choque de um desvio padrão na taxa Selic.

De um modo geral, constata-se que o padrão do comportamento apresentado pelas principais variáveis introduzidas no modelo, a qual procura simular um modelo IS-LM-BP, estão em sintonia com o que prediz a teoria econômica, ou seja, mediante um choque de política monetária, verifica-se uma redução na atividade produtiva, uma desaceleração nos preços e uma valorização na taxa de câmbio.

Após a análise das variáveis macroeconômicas das funções resposta a impulso na presença de choque na política monetária, passa-se a analisar de forma mais específica o comportamento das variáveis relacionadas ao mercado de capitais quando submetidas ao choque de um desvio padrão na taxa Selic.

A figura 5 nos mostra o comportamento de resposta destas variáveis (Ibovespa, IGC e valor das empresas negociadas no Ibovespa), as quais demonstram suas funções resposta a impulso semelhantes, com reação inicial de imediato e rápido declínio.

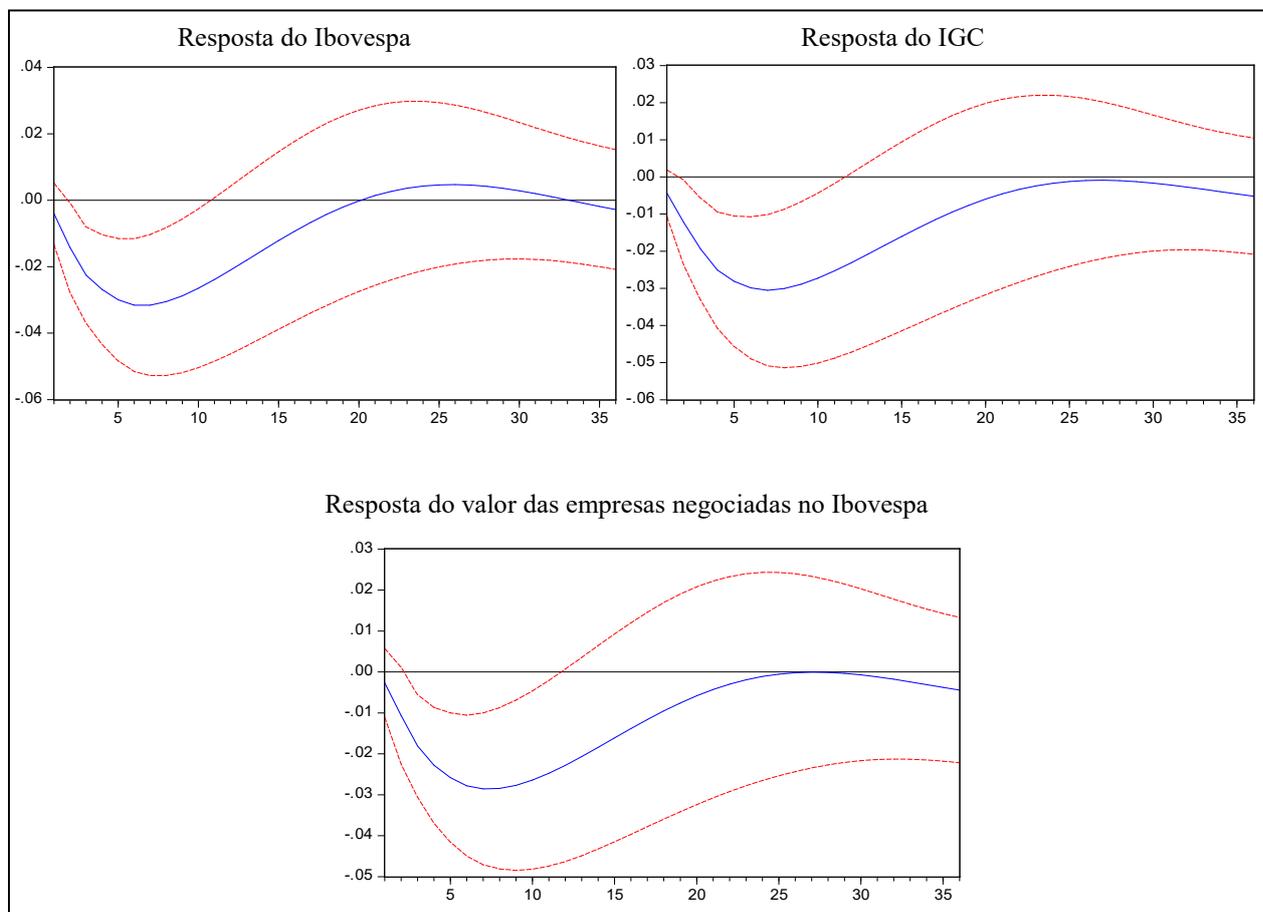


Figura 5: Respostas das variáveis relacionadas ao mercado de capitais a choques de um desvio padrão na taxa Selic.

Fonte: elaborado pelo autor.

De forma individualizada, observamos o índice Ibovespa apresentando queda nos seis primeiros meses, como reflexo à instabilidade do mercado frente ao aumento nas taxas de juros que influencia diretamente sobre os empréstimos das empresas, causando assim um ambiente de incerteza e aumento do risco devido à instabilidade presente no mercado, causando uma redução no preço das ações que compõe o índice. A partir do sétimo mês é possível verificar sua recuperação, alcançando seu ponto de máxima acima de seu nível original após transcorrido dezoito meses.

A resposta inicial a implantação da política da variável IGC é de diminuição no valor das empresas que aderiram aos segmentos de listagem (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) nos sete primeiros meses, retomando seu crescimento até seu ponto de máxima após um ano e oito meses. Se comparado com o índice Ibovespa, podemos notar que o IGC apresenta um comportamento menos acentuado, o qual mesmo diante de um mercado incerto, com

assimetria informacional e risco, as empresas listadas em algum segmento de governança corporativa demonstram uma menor perda de valor em suas ações, ou seja, mantêm certa valorização frente a este cenário e em seu processo de recuperação e ajuste.

Por fim, a função resposta a impulso do valor das empresas listadas no Ibovespa apresenta inicialmente, assim como as duas variáveis anteriores, um comportamento declinante até o sexto mês, comprovando que em sua resposta ao choque na taxa Selic, as empresas negociadas no Ibovespa apresentam queda no valor de suas ações. A partir de então a variável apresentando um período de recuperação, alcançando um nível mais alto que o original no vigésimo sexto mês.

Ao observarmos os resultados obtidos, o mercado frente a um ambiente de incerteza e risco, nota-se uma semelhança comportamental em todas variáveis relacionadas ao mercado de capitais quando o governo utiliza seu poder de atuação na política monetária do país. A mudança na taxa de juros Selic impacta instantaneamente sobre as variáveis do mercado de capitais. Em consequência a esta política, o ambiente é contaminado pela assimetria informacional, o que causa fricções no mercado de capitais, levando a ineficiência de seu funcionamento e dificultando seu desenvolvimento, com menores incentivos a entrada de novos investidores e um desestímulo às empresas em abrirem seus capitais.

Portanto, as evidências empíricas encontradas nos testes aqui expostos vão ao encontro da hipótese de que problemas informacionais (risco moral e seleção adversa) afetam negativamente o desenvolvimento do mercado de capitais, como também as demais variáveis macroeconômicas, influenciando a economia como um todo.

Nota-se que, mesmo diante de uma redução no desempenho da variável IGC no período de 2002 a 2018, a perda de valor das empresas aderentes as práticas de governança foi menor se comparada ao do índice Ibovespa, o que nos leva a concluir que há uma maior credibilidade no desempenho das empresas que apresentam práticas de governança corporativa. Isso se deve ao esforço das empresas, que integram essas novas categorias do mercado de capitais (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), em se ajustar as regras que permitem mais transparência e sinalizam mais confiança no mercado, dado que as práticas utilizadas nessas novas categorias do mercado de capitais visam reduzir a assimetria de informações e dirimir os problemas de seleção adversa e de risco moral por ela gerados.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo demonstrar como se comportam as variáveis relacionadas ao mercado de capitais quando submetidas a um choque de política monetária e inseridas em um ambiente apresentando assimetria informacional, bem como analisar as medidas institucionais que foram sendo agregadas neste setor a fim de dirimir os efeitos gerados pelos problemas advindos da assimetria de informações, em especial ao mecanismo de governança corporativa a qual foi desenvolvida no referente mercado como medida de mitigação quanto ao conflito de interesses existente neste ambiente.

Diante da problemática envolvendo o conflito de agência gerado pela assimetria informacional no mercado financeiro, as premissas teóricas e constatações dos estudos até aqui abordados, nos permitem constatar que os mercados apresentam falhas e ineficiências quando estes problemas são instalados no ambiente, o que compromete seu funcionamento e consequentemente o crescimento econômico do país.

Levine (1998) é um dos autores que constatou em diversos de seus estudos a ligação direta entre crescimento econômico e o desenvolvimento de um mercado financeiro sólido, dotado de um aparato legal e institucional rígidos, os quais passam maior credibilidade ao sistema.

Neste contexto, buscou-se ressaltar o desenvolvimento e importância da governança corporativa utilizada como um mecanismo minimizador destes problemas e como uma maneira das empresas sinalizarem credibilidade aos investidores no direito de propriedade e aumento da qualidade das informações divulgadas aos acionistas (*stakeholders*).

Escândalos corporativos deram um enfoque maior a este mecanismo, onde países estão dando mais importância às medidas institucionais exigidas pela governança e seu aperfeiçoamento, dado seus impactos no mercado financeiro. Além disso, as empresas aderentes a estas medidas de governança corporativa possuem um diferencial perante a competitividade deste mercado, e, conforme constatado neste trabalho, o desenvolvimento da governança corporativa é uma maneira eficiente quando há um ambiente de incerteza e risco gerados em consequência dos problemas de agência, risco moral e seleção adversa, constatando que estas empresas possuem uma perda de valor em suas ações em menor magnitude que as demais.

A Bovespa preocupada em passar maior credibilidade do mercado de capitais brasileiro e de forma a possibilitar a aderência das normas de governança à todas empresas listadas na bolsa, a mesma desenvolveu os segmentos diferenciados de listagem (Novo

Mercado, Nível 1 e Nível 2), os quais permitem que as companhias se adéquem a algum destes níveis, e conforme ocorra sua evolução, se enquadrem no nível de maior e melhores práticas (Novo Mercado), transformando assim o mercado mais justo e transparente, atraindo novos investidores, empresas com melhores avaliações e valorização de suas ações, elevando os níveis de bem-estar, gerando assim um estímulo a entrada de novas empresas no mercado, onde segundo a própria Bovespa, “sua criação, no ano de 2000, foi uma quebra de paradigmas para o mercado de capitais brasileiro e modificou a conjuntura da captação de ações, pois trouxe mais governança, consolidando as regras para o mercado.” (B3, p. 38; 2017)

A partir das análises obtidas pelos modelos gerados, pode-se concluir que, em momentos onde a economia é submetida a choques, como de política monetária através da taxa Selic, eleva-se o grau de risco e a incerteza nas operações financeiras, ou seja, o aumento da assimetria informacional aumenta os problemas de seleção adversa e risco moral que acabam levando o mercado a um funcionamento ineficiente.

Em resposta, devido a este comportamento, a economia acaba passando por um período de contração na atividade produtiva, inibindo assim o desenvolvimento do mercado acionário no país, o que pôde ser observado nos resultados de resposta das variáveis do mercado de capitais, que diante deste ambiente contaminado pela assimetria, até mesmo o mecanismo de governança corporativa acaba sendo afetada, mas em uma magnitude menor que as demais. Desta forma, podemos concluir que, diante do período analisado e dos resultados obtidos por demais estudos, a governança corporativa tem demonstrado êxito no propósito quanto à minimização dos problemas gerados pela assimetria de informações, ao passo que este mecanismo for sendo implementado com maior rigidez no mercado.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. **The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism.** The Quarterly Journal Economic. United States: Oxford University Press, 1970, v. 84, n. 03, p. 488-500. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 20 abril de 2018.

AMORIM, Diego Felipe Borges de. **Aspectos históricos do mercado de capitais: a evolução do mercado financeiro no mundo e no Brasil sob a perspectiva institucional, estrutural e funcional.** Disponível em: <https://semanaacademica.org.br/system/files/artigos/artigo_mercado_de_capitais.pdf>. Acesso em: 20 novembro de 2017.

B3 EDUCAÇÃO – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Por dentro da B3: guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo.** Associação BM&F, São Paulo: [s.n.], 2017. Disponível em: <<https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>>. Acesso em: 17 abril 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Entenda o CMN.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Pre/CMN/Entenda_o_CMN.asp?idpai=CMNINTRO>. Acesso em: 18 agosto 2018.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property.** New York: McMillan, 1932. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/197990/mod_resource/content/1/DCO0318_Aula_0_-_Berle__Means.pdf>. Acesso em: 25 setembro 2017.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson de; SAMPAIO, Joelson Oliveira. **The Evolution of Corporate Governance in Brazil.** Northwestern Law & Econ Research Paper. 2014, p. 12-22. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2181039>>. Acesso em: 14 agosto de 2017.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Manual De Definições E Procedimentos Dos Índices Da BM&Fbovespa.** 2014. Disponível em: <<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/download/Manual-de-procedimentos-pt-br.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Metodologia Do Índice De Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM).** 2015. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/10/C0/40/5F/B7E615107623A41592D828A8/IGNM-Metodologia-pt-br.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Metodologia Do Índice De Governança Corporativa – IGC.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D29514A326701516E7E43FB1263>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Nível 1 De Governança Corporativa.** 2011. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/80/52/D8/7C/EEF606107D0F9606790D8AA8/Regulamento-de-Listagem-aplicacao-Sancoes-Pecuniarias-Nivel-1.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Nível 2 De Governança Corporativa.** 2011. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/C2/52/2B/7C/EEF606107D0F9606790D8AA8/Regulamento-de-Listagem-aplicacao-Sancoes-Pecuniarias-Nivel-2.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Regulamento De Listagem Do Novo Mercado.** 2017. Disponível em: <<https://www.cpfl.com.br/institucional/governanca-corporativa/diretrizes/pt-br/documentos-de-governanca-corporativa/Documents/RegulamentoNMercado-10052011.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS BOVESPA – BM&FBOVESPA. **Regulamento do Novo Mercado.** 2017. Disponível em: <<http://www.b3.com.br/data/files/34/C0/C5/16/030A16100375C916790D8AA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017.pdf>>. Acesso em 24 agosto 2018.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. **Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p. 111-148, dez. 2005. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9643>>. Acesso em 16 novembro 2017.

CARLSSON, Rolf H. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy.** New York: John Wiley, 2001.

CARVALHO, Antonio Gledson De. **Governança corporativa no Brasil em perspectiva.** Revista de Administração. São Paulo, 2002, v. 37, n. 3, p. 19-32. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva/i/pt-br>>. Acesso em: 18 agosto 2018.

CHANDLER, Alfred Dupont. **Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise.** The MIT Press: 1962. Disponível em: <https://archive.org/details/strategystructur00chan_0/page/n5>. Acesso em 29 agosto 2017.

CHANDLER, Alfred Dupont. **Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism.** 1990. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=ENWMZqhD9RYC&oi=fnd&pg=PR11&dq=CHANDLER,+A.+D.+Scale+and+scope:+the+dynamics+of+industrial+capitalism.&ots=ssxwOKWRmt&sig=KyOVheOTh6HGPhJmtiaVloiTyZg#v=onepage&q&f=true>>. Acesso em 29 agosto 2017.

CICOGNA, Maria Paula Vieira. **Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais.** Dissertação mestrado em Economia – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – USP. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96131/tde-18072007-111955/pt-br.php>>. Acesso em: 18 dezembro 2017.

COFFEE, John C. **A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ.** Columbia Law and Economics: 2005, n. 274. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 28 setembro 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O Mercado de valores mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: [s.n], 2014. Disponível em: <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 17 abril 2018.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência.** Revista de Gestão USP. São Paulo, 2008, v. 15, n. 3, p. 1-10. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36642>>. Acesso em: 14 agosto de 2017.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **Reflexão sobre as funções da governança corporativa.** Revista de Gestão USP. São Paulo, 2006, v. 13, n. 1, p. 43-55. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36549>>. Acesso em: 14 agosto de 2017.

COSTA, Flávia Katrein da. **Assimetria de informações no mercado de capitais: análise teórica e empírica para o Brasil.** Trabalho de conclusão de curso, bacharel em ciências Econômicas – Universidade Federal de Pelotas – UFPEL, 2010.

DENARDIN, Anderson Antonio. **Assimetria de informação, intermediação financeira e o mecanismo de transmissão da política monetária: evidências teóricas e empíricas para o canal do empréstimo bancário no Brasil (1995-2006).** Tese de doutorado apresentada ao Programa de pós-graduação em Economia da Faculdade do Rio Grande do Sul – UFRGS, 2007. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/13131>>. Acesso em: 18 fevereiro 2018.

ESPEJO, Robert Armando; CLEMENTE, Ademir. **Os Níveis de Governança Corporativa enquanto fatores redutores de risco na Crise Financeira de 2008.** Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ. Rio de Janeiro, v. 21, n.2, p. 34 - p. 51, maio/ago., 2016. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/18258/pdf_1>. Acesso em: 17 abril 2018.

FIANI, Ronaldo. Teoria dos Custos de Transação. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia Industrial – Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil.** Rio de Janeiro: Ed. Campus/Elsevier Ltda, 2009. p. 267 – 286.

FILHO, Francisco Tavares. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa.** São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2006. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-09012007-115112/pt-br.php>>. Acesso em: 21 setembro 2017.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. Mcgraw Hill Bookman, 2011, 5. ed.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>. Acesso em: 25 setembro 2017.

JENSEN, Michael C. **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**. The American Economic Review, 1986, v. 76, n. 02. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580>. Acesso em: 03 setembro de 2017.

JENSEN, Michael C. **Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms (Preface and Introduction)**. Harvard University Press, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1791761>>. Acesso em: 03 setembro de 2017.

JENSEN, Michael C.; CHEW, Donald H. **U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980's**. Harvard University Press, 2000. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146150>. Acesso em: 03 setembro de 2017.

JENSEN, Michael C.; FAMA, Eugene F. **Separation of Ownership and Control**. Journal of Law and Economics. Harvard University Press, 1998, v. 26. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94034>>. Acesso em: 03 setembro de 2017.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics, 1976, v. 3, n. 04, p. 305-360 Disponível em: <<https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>. Acesso em: 25 julho 2018.

JENSEN, Michael C.; SMITH, Clifford W. **The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview**. The Modern Theory Of Corporate Finance. New York: McGraw-Hill, 1984, p. 2-20. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=244161>. Acesso em: 03 setembro de 2017.

KOTOWITZ, Yehuda. **Moral Hazard**. In: New Palgrave Dictionary of Economics. McMillan, 1988.

LEVINE, Ross. **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**. World Bank Policy Research Working Paper, 1999, n. 1678. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=604955>>. Acesso em: 25 março 2018.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. **Stock Markets, Banks, and Economic Growth**. The American Economic Review, 1998, v. 88, n. 03, p. 537-558. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/4901422_Stock_Markets_Banks_and_Economic_Growth>. Acesso em: 25 março 2018.

MACHO-STADLER, Inés; PÉREZ-CASTRILLO, J. David. **An Introduction to the Economics of Information: Incentives and Contracts**. 2nd ed, 2001. Oxford: Oxford University Press.

MADDALA, G. S.; KIM, I. M. **Unit Roots, Cointegration, and Structural Change**. Cambridge University Press, Cambridge, 1998. Disponível em: <<https://danielmorochoruiz.files.wordpress.com/2015/09/g-s-maddala-in-moo-kim-unit-roots-cointegration-and-structural-change-themes-in-modern-econometrics-1998.pdf>>. Acesso em 25 outubro 2018.

MANKIW, Nicholas Gregory. **The Allocation of Credit and Financial Collapse**. Quarterly Journal of Economics, v. 101, n. 03, 1986, p. 455-470. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w1786>>. Acesso em: 25 março 2018.

MARTINS, Michel Bueno. **Evidências teóricas e empíricas da teoria da assimetria de informações no mercado de crédito brasileiro no período (2000-2009)**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pelotas. Pelotas: 2009.

MENDES, André G. S. T.; VIEIRA, Solange P. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e o impacto no mercado de capitais brasileiro**. Revista BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p.149-188, 2004. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8177/2/RB%2022%20Governan%C3%A7a%20Corporativa_Uma%20An%C3%A1lise%20de%20sua%20Evolu%C3%A7%C3%A3o%20e%20Impactos%20no%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro_P_BD.pdf>. Acesso em 29 setembro 2017.

MISHIKIN, Frederic. **Moedas, bancos e mercados financeiros**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MORCK, Randall K. **A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers**. Journal Of International Business Studies, 2006. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/37694533_A_History_of_Corporate_Governance_around_the_World_Family_Business_Groups_to_Professional_Managers>. Acesso em 15 março 2018.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, FEA:USP, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13122003-151755/pt-br.php>>. Acesso em: 21 setembro 2017.

PEREIRA, Thaís Neves. **Cointegração: uma relação de equilíbrio de longo prazo**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao departamento de estatística da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, UFRGS, 2013. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/93266/000915260.pdf?sequence=1>>. Acesso em 24 agosto 2018.

PORTA, Rafael La; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor protection and corporate governance**. Journal of Financial Economics.

Elsevier Science S.A., 2000, v. 58, p. 3-27. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf>. Acesso em: 03 maio 2018.

PRESCOTT, Edward S. **A Primer on Moral-Hazard Models**. FRB Richmond Economic Quarterly. Winter, 1999, vol. 85, no. 1, pp. 47-77. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2129909>. Acesso em: 25 maio 2018.

RODRIGUES, Ana Carolina. **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil**. Scientia Iuris: Londrina, v.16, n.2, p.107-128, 2012. Disponível em: <<http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/viewFile/14005/11817>>. Acesso em 10 agosto 2017.

SANTANA, Maria Helena. **O Novo mercado e governança corporativa**. Revista CVM. São Paulo, p. 04-08, 2001.

SCHNORRENBERGER, Allan Paveck. **A evolução da Governança Corporativa no Brasil**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao departamento de Ciências Contábeis e atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, 2012. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/61911>>. Acesso em: 02 março 2018.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **A Survey of Corporate Governance**. Journal of Finance, 1997, v. 52, n. 02, p. 737-783. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/survey-corporate-governance>>. Acesso em: 03 maio 2018.

SILVA, Fabiane Perleberg Vaz da. **Assimetria de informações no mercado de crédito: uma avaliação empírica para o crédito consignado**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Pelotas. Pelotas: 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de doutorado apresentada ao departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>>. Acesso em: 07 agosto 2017.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>>. Acesso em: 07 agosto 2017.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. Revista Eletrônica de Administração - UFRGS. Porto Alegre, 2013, v. 14, n. 3, p.

512-540. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/read/article/view/39338/25151>>. Acesso em 25 setembro 2017.

SOUZA, Crisomar Lobo de Souza; NASSIFF, Elaina. **Conflitos de Agência e Governança Corporativa**. Caderno de Administração - Revista do Departamento de Administração da FEA. São Paulo, 2013, v. 07, n.1, p. 01-20. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/caadm/article/download/9496/19670>>. Acesso em: agosto 2018.

STIGLITZ, Joseph E. **The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics**. The Quarterly Journal of Economics. Vol. 115, n. 04, p. 1441-1478, 2000. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2586930?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em 25 setembro 2017.

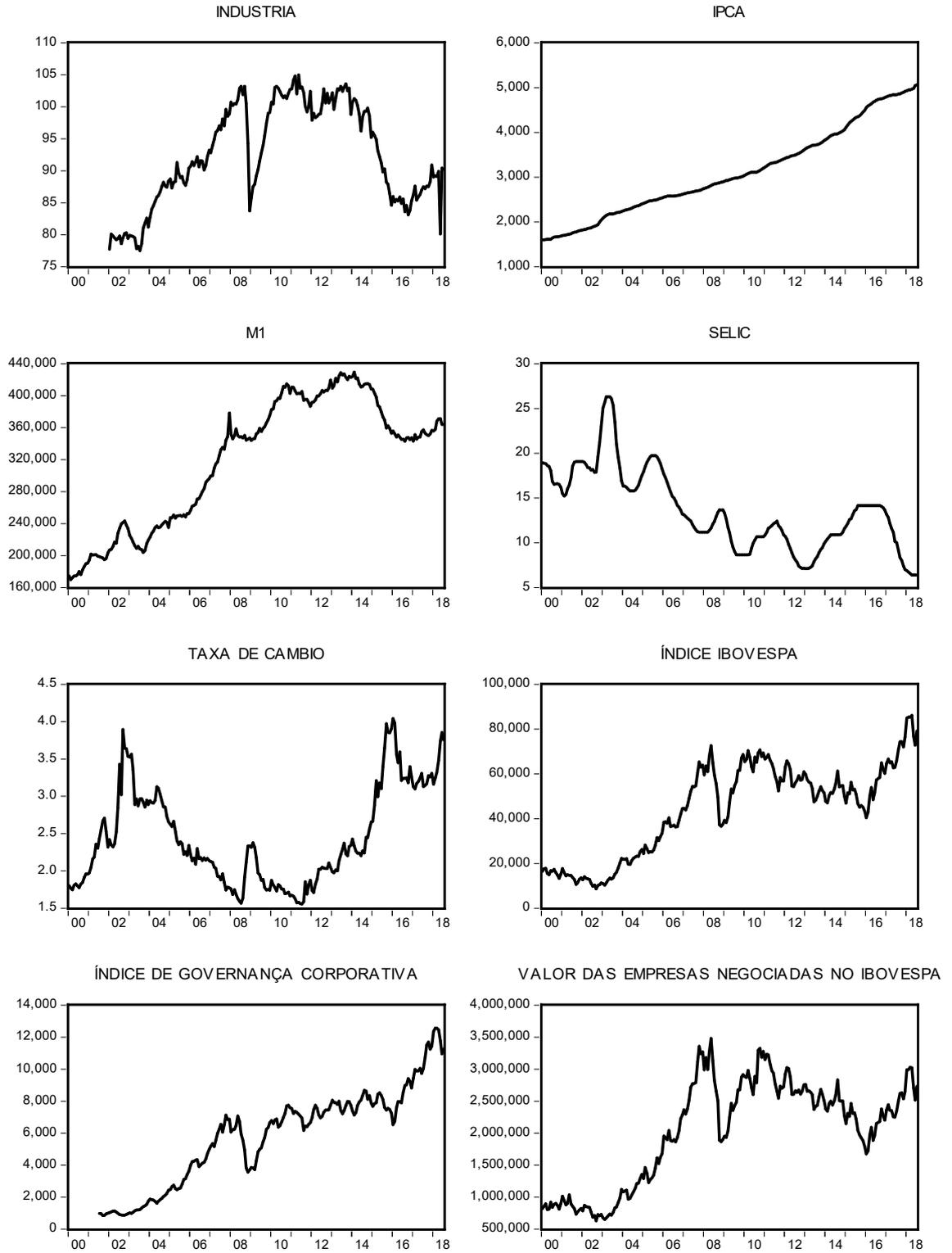
STIGLITZ, Joseph E; WEISS, Andrew. **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. The American Economic Review. Vol. 71, n. 03, p. 393-410, 1981. Disponível em: <<http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Macro%20II%20-%20Mestrado/StiglitzWeiss1981.pdf>>. Acesso em 25 julho 2018.

TAKAHASHI, J. **Informação Assimétrica e Crise Financeira: o caso da grande depressão nos EUA, 1929-1939**. Trabalho de conclusão de curso apresentado ao departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre: 2002.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: The Free Press, 1985. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/a4d6/1a75c4b99d414084cc84f404e5dd259b903b.pdf>>. Acesso em 25 agosto 2017.

ANEXO 1

VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO



Fonte: software E-views.

ANEXO 2

TESTE DE RAIZ UNITÁRIA – *AUGMENTED DICKEY-FULLER* (ADF)

Crítérios	Const.	Tend.	Defas.	t-Statistic	Valores Críticos			Prob.	Durbin-Watson
INDÚSTRIA					1%	5%	10%		
ADF	SIM	NÃO	0	-2.202406	-3.463405	-2.875972	-2.574541	0.2062	2.26
1ª diferença	NÃO	NÃO	0	-16.30598	-2.576753	-1.942448	-1.615628	0.0000	1.98
IPCA					1%	5%	10%		
ADF	SIM	NÃO	1	-1.921971	-3.459898	-2.874435	-2.573719	0.9998	1.98
1ª diferença	NÃO	NÃO	1	-2.832030	-2.575516	-1.942276	-1.615738	0.0047	1.98
MI					1%	5%	10%		
ADF	SIM	NÃO	0	-2.037524	-3.459762	-2.874376	-2.573687	0.2707	2.04
1ª diferença	SIM	NÃO	0	-15.07477	-3.459898	-2.874435	-2.573719	0.0000	1.99
SELIC					1%	5%	10%		
ADF	NÃO	NÃO	4	-1.196631	-2.575613	-1.942289	-1.615730	0.2116	1.96
1ª diferença	NÃO	NÃO	3	-5.809161	-2.575613	-1.942289	-1.615730	0.0000	1.96
CÂMBIO					1%	5%	10%		
ADF	NÃO	NÃO	0	-0.646545	-2.575420	-1.942262	-1.615747	0.8551	2.17
1ª diferença	NÃO	NÃO	1	-8.833076	-2.575516	-1.942276	-1.615738	0.0000	2.01
IBOVESPA					1%	5%	10%		
ADF	SIM	SIM	1	-2.315762	-4.000122	-3.430289	-3.138717	0.4232	1.95
1ª diferença	NÃO	NÃO	0	-12.64521	-2.575468	-1.942269	-1.615743	0.0000	1.95
IGC					1%	5%	10%		
ADF	SIM	SIM	1	-3.168520	-4.003902	-3.432115	-3.139793	0.0938	1.90
1ª diferença	NÃO	NÃO	0	-10.13874	-2.576403	-1.942399	-1.615659	0.0000	1.90
VALOR EMPRESAS NEGOCIADAS IBOVESPA					1%	5%	10%		
ADF	SIM	NÃO	0	-1.515649	-3.459762	-2.874376	-2.573687	0.5240	1.82
1ª diferença	NÃO	NÃO	0	-13.59456	-2.575468	-1.942269	-1.615743	0.0000	1.98

Fonte: dados gerados com auxílio do software e-views; tabela elaborada pelo autor.

Nota: Seleção de defasagens automática com base no critério de *Schwarz Information Criterion* (SIC)

ANEXO 3

RESULTADOS ESTATÍSTICOS DO MODELO ESTIMADO – VARIÁVEL ÍNDICE

IBOVESPA

Vector Autoregression Estimates

Date: 11/19/18 Time: 12:02

Sample (adjusted): 2002M04 2018M07

Included observations: 196 after adjustments

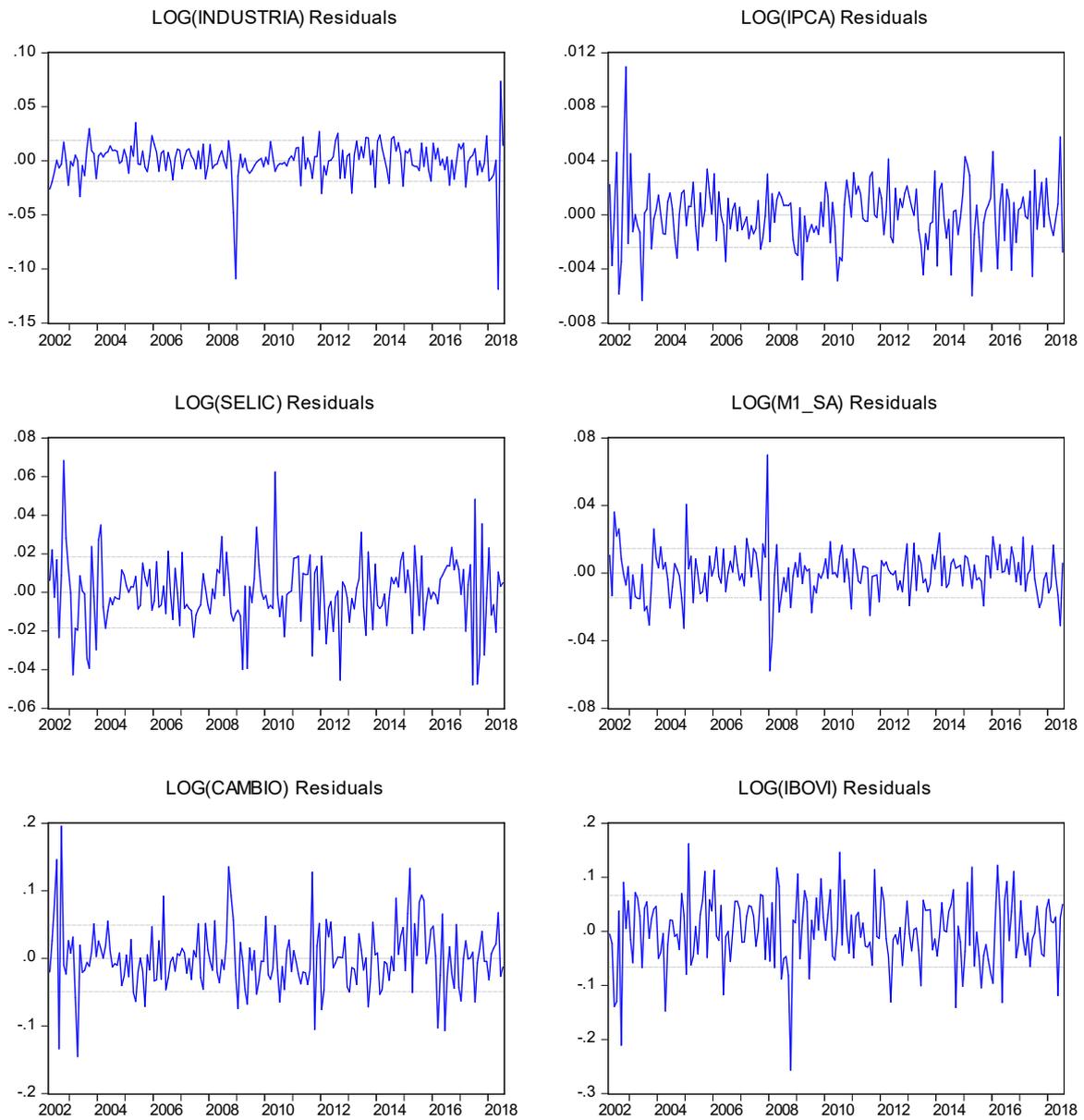
Standard errors in () & t-statistics in []

	LOG(INDUSTR IA)	LOG(IPCA)	LOG(SELIC)	LOG(M1_SA)	LOG(CAMBIO)	LOG(IBOVI)
LOG(INDUSTRIA(-1))	0.634943 (0.07563) [8.39524]	-0.014868 (0.00964) [-1.54172]	0.080261 (0.07364) [1.08996]	0.001238 (0.05851) [0.02115]	-0.429724 (0.19704) [-2.18095]	0.561075 (0.26547) [2.11350]
LOG(INDUSTRIA(-2))	0.149335 (0.09331) [1.60034]	0.023131 (0.01190) [1.94408]	0.136600 (0.09085) [1.50352]	0.085761 (0.07219) [1.18799]	0.113934 (0.24310) [0.46866]	-0.236874 (0.32754) [-0.72319]
LOG(INDUSTRIA(-3))	-0.004952 (0.08282) [-0.05979]	-0.014618 (0.01056) [-1.38423]	-0.064470 (0.08064) [-0.79952]	-0.106130 (0.06407) [-1.65642]	0.124772 (0.21576) [0.57828]	-0.144282 (0.29071) [-0.49632]
LOG(IPCA(-1))	0.296667 (0.59549) [0.49819]	1.496931 (0.07593) [19.7147]	-0.492856 (0.57978) [-0.85007]	-1.157512 (0.46068) [-2.51260]	-1.420963 (1.55137) [-0.91594]	-0.270306 (2.09021) [-0.12932]
LOG(IPCA(-2))	-0.447085 (1.01777) [-0.43928]	-0.550409 (0.12977) [-4.24129]	1.676662 (0.99093) [1.69201]	1.036100 (0.78737) [1.31590]	2.348836 (2.65151) [0.88585]	-1.523346 (3.57246) [-0.42641]
LOG(IPCA(-3))	0.124350 (0.58598) [0.21221]	0.040786 (0.07472) [0.54587]	-1.253800 (0.57052) [-2.19763]	0.103192 (0.45333) [0.22763]	-0.717020 (1.52659) [-0.46969]	1.642567 (2.05682) [0.79859]
LOG(SELIC(-1))	0.027769 (0.07441) [0.37317]	0.014954 (0.00949) [1.57599]	1.530669 (0.07245) [21.1268]	-0.083536 (0.05757) [-1.45106]	0.148613 (0.19386) [0.76658]	-0.460891 (0.26120) [-1.76452]
LOG(SELIC(-2))	-0.092594 (0.13596) [-0.68106]	-0.016581 (0.01734) [-0.95649]	-0.365491 (0.13237) [-2.76114]	0.091709 (0.10518) [0.87194]	-0.042817 (0.35419) [-0.12089]	0.297528 (0.47721) [0.62347]
LOG(SELIC(-3))	0.041724 (0.07743) [0.53884]	0.001886 (0.00987) [0.19102]	-0.184879 (0.07539) [-2.45231]	-0.032791 (0.05990) [-0.54740]	-0.156979 (0.20173) [-0.77818]	0.204990 (0.27179) [0.75421]
LOG(M1_SA(-1))	-0.022971 (0.09749) [-0.23561]	0.014585 (0.01243) [1.17323]	0.139373 (0.09492) [1.46829]	0.765630 (0.07542) [10.1512]	0.138617 (0.25399) [0.54576]	-0.183591 (0.34221) [-0.53649]
LOG(M1_SA(-2))	0.018450 (0.12081) [0.15272]	-0.013870 (0.01540) [-0.90038]	-0.112280 (0.11762) [-0.95456]	0.190223 (0.09346) [2.03531]	-0.199516 (0.31474) [-0.63392]	0.198450 (0.42405) [0.46798]
LOG(M1_SA(-3))	0.024130 (0.09686)	0.013798 (0.01235)	-0.007421 (0.09431)	0.007061 (0.07494)	-0.074965 (0.25235)	0.157130 (0.33999)

	[0.24912]	[1.11717]	[-0.07869]	[0.09422]	[-0.29707]	[0.46215]
LOG(CAMBIO(-1))	-0.089361 (0.03808) [-2.34642]	0.010554 (0.00486) [2.17345]	0.075715 (0.03708) [2.04196]	0.018624 (0.02946) [0.63212]	0.782282 (0.09922) [7.88462]	0.064907 (0.13368) [0.48555]
LOG(CAMBIO(-2))	0.056324 (0.04796) [1.17440]	0.013233 (0.00612) [2.16396]	-0.072220 (0.04669) [-1.54663]	-0.034339 (0.03710) [-0.92552]	0.241818 (0.12494) [1.93540]	-0.125346 (0.16834) [-0.74459]
LOG(CAMBIO(-3))	0.004839 (0.03893) [0.12429]	-0.015568 (0.00496) [-3.13611]	0.072583 (0.03790) [1.91490]	0.011544 (0.03012) [0.38329]	-0.208176 (0.10142) [-2.05255]	0.229105 (0.13665) [1.67657]
LOG(BOVI(-1))	-0.007911 (0.02807) [-0.28183]	0.007841 (0.00358) [2.19070]	0.013706 (0.02733) [0.50150]	0.001951 (0.02172) [0.08984]	-0.115145 (0.07313) [-1.57452]	1.069696 (0.09853) [10.8565]
LOG(BOVI(-2))	0.049198 (0.03876) [1.26918]	0.000380 (0.00494) [0.07693]	-0.038892 (0.03774) [-1.03049]	0.006900 (0.02999) [0.23008]	0.047809 (0.10099) [0.47341]	-0.209480 (0.13606) [-1.53957]
LOG(BOVI(-3))	-0.030802 (0.02790) [-1.10394]	-0.007255 (0.00356) [-2.03925]	0.035383 (0.02717) [1.30246]	-0.003215 (0.02159) [-0.14894]	-0.001522 (0.07269) [-0.02094]	0.141877 (0.09794) [1.44864]
C	0.930667 (0.30898) [3.01205]	-0.068804 (0.03940) [-1.74641]	-0.506776 (0.30083) [-1.68458]	0.719712 (0.23903) [3.01091]	1.924075 (0.80496) [2.39028]	-2.039652 (1.08455) [-1.88065]
R-squared	0.954440	0.999930	0.997163	0.996019	0.968382	0.986146
Adj. R-squared	0.949807	0.999922	0.996875	0.995614	0.965167	0.984737
Sum sq. resids	0.063308	0.001029	0.060013	0.037889	0.429679	0.779996
S.E. equation	0.018912	0.002411	0.018413	0.014631	0.049270	0.066383
F-statistic	205.9997	139525.9	3456.385	2460.006	301.1726	699.9373
Log likelihood	509.5977	913.2748	514.8365	559.9053	321.9255	263.4930
Akaike AIC	-5.006099	-9.125253	-5.059556	-5.519442	-3.091077	-2.494827
Schwarz SC	-4.688323	-8.807476	-4.741779	-5.201665	-2.773300	-2.177050
Mean dependent	4.525985	8.062899	2.514391	12.70646	0.878478	10.67002
S.D. dependent	0.084415	0.273680	0.329369	0.220915	0.263991	0.537325
Determinant resid covariance (dof adj.)		8.03E-22				
Determinant resid covariance		4.35E-22				
Log likelihood		3151.539				
Akaike information criterion		-30.99530				
Schwarz criterion		-29.08864				

Fonte: software E-views.

ANEXO 4
COMPORTAMENTO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO –
VARIÁVEL ÍNDICE IBOVESPA



Fonte: software E-views.

ANEXO 5

TESTE COINTEGRAÇÃO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO - VARIÁVEL ÍNDICE IBOVESPA

Date: 11/19/18 Time: 12:11

Sample: 2000M01 2018M07

Included observations: 196

Series: LOG(INDUSTRIA) LOG(IPCA) LOG(SELIC) LOG(M1_SA) LOG(CAMBIO) LOG(IBOVI)

Lags interval: 1 to 2

Selected (0.05
level*) Number
of Cointegrating
Relations by
Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	3	3	4	4
Max-Eig	2	3	0	1	1

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Fonte: software E-views.

ANEXO 6

RESULTADOS ESTATÍSTICOS DO MODELO ESTIMADO – VARIÁVEL ÍNDICE

IGC

Vector Autoregression Estimates

Date: 11/19/18 Time: 12:03

Sample (adjusted): 2002M04 2018M07

Included observations: 196 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

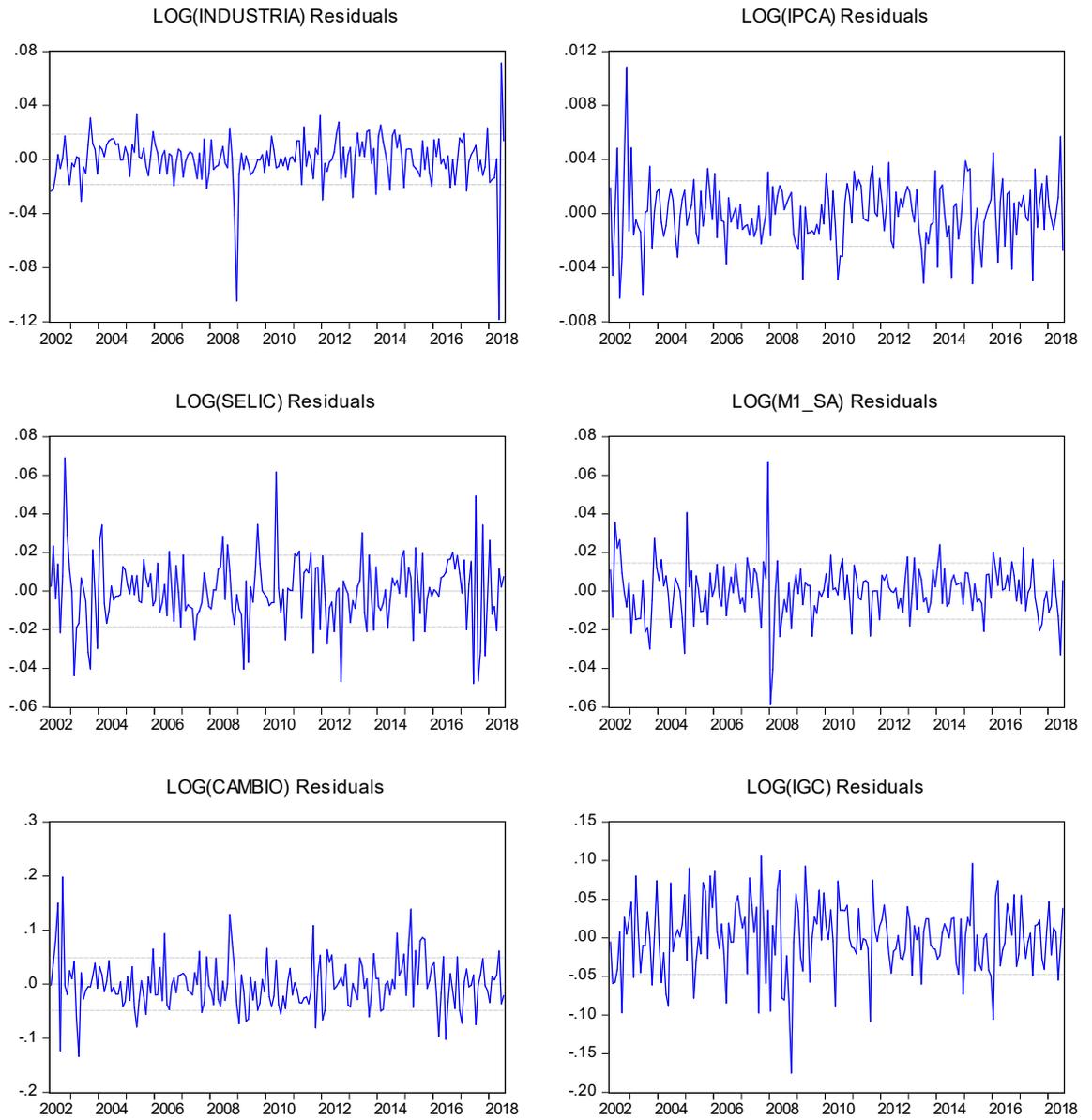
	LOG(INDUSTRIA)	LOG(IPCA)	LOG(SELIC)	LOG(M1_SA)	LOG(CAMBIO)	LOG(IGC)
LOG(INDUSTRIA(-1))	0.609433 (0.07524) [8.10009]	-0.015321 (0.00978) [-1.56652]	0.080185 (0.07472) [1.07312]	-0.010857 (0.05868) [-0.18503]	-0.454682 (0.19695) [-2.30859]	0.325228 (0.19155) [1.69788]
LOG(INDUSTRIA(-2))	0.153009 (0.09192) [1.66453]	0.024295 (0.01195) [2.03321]	0.130084 (0.09129) [1.42491]	0.084564 (0.07169) [1.17951]	0.161186 (0.24063) [0.66985]	-0.029691 (0.23403) [-0.12687]
LOG(INDUSTRIA(-3))	-0.014544 (0.08203) [-0.17729]	-0.015455 (0.01066) [-1.44936]	-0.062221 (0.08147) [-0.76372]	-0.112812 (0.06398) [-1.76323]	0.163933 (0.21474) [0.76340]	-0.079770 (0.20885) [-0.38195]
LOG(IPCA(-1))	0.256037 (0.58345) [0.43883]	1.500864 (0.07584) [19.7890]	-0.579986 (0.57945) [-1.00093]	-1.195927 (0.45505) [-2.62812]	-1.234394 (1.52732) [-0.80821]	-0.826562 (1.48542) [-0.55645]
LOG(IPCA(-2))	-0.489728 (0.99720) [-0.49110]	-0.579663 (0.12963) [-4.47177]	1.786106 (0.99036) [1.80349]	1.062774 (0.77775) [1.36648]	1.750031 (2.61040) [0.67041]	-0.053017 (2.53880) [-0.02088]
LOG(IPCA(-3))	0.169807 (0.57784) [0.29387]	0.065083 (0.07511) [0.86646]	-1.277249 (0.57387) [-2.22566]	0.092631 (0.45067) [0.20554]	-0.332175 (1.51263) [-0.21960]	0.864768 (1.47113) [0.58783]
LOG(SELIC(-1))	0.031335 (0.07354) [0.42607]	0.014940 (0.00956) [1.56277]	1.530258 (0.07304) [20.9508]	-0.081970 (0.05736) [-1.42905]	0.099815 (0.19252) [0.51846]	-0.310403 (0.18724) [-1.65778]
LOG(SELIC(-2))	-0.090092 (0.13394) [-0.67264]	-0.018305 (0.01741) [-1.05134]	-0.359616 (0.13302) [-2.70348]	0.092788 (0.10446) [0.88824]	0.008695 (0.35061) [0.02480]	0.215551 (0.34100) [0.63212]
LOG(SELIC(-3))	0.035211 (0.07578) [0.46463]	0.003703 (0.00985) [0.37588]	-0.192060 (0.07526) [-2.55184]	-0.035585 (0.05911) [-0.60205]	-0.147109 (0.19838) [-0.74155]	0.107760 (0.19294) [0.55852]
LOG(M1_SA(-1))	-0.053119 (0.09738) [-0.54547]	0.011851 (0.01266) [0.93619]	0.134294 (0.09671) [1.38856]	0.749724 (0.07595) [9.87108]	0.223421 (0.25492) [0.87643]	-0.355933 (0.24793) [-1.43563]
LOG(M1_SA(-2))	0.010460 (0.12023) [0.08700]	-0.011339 (0.01563) [-0.72552]	-0.115425 (0.11941) [-0.96665]	0.188007 (0.09377) [2.00492]	-0.327481 (0.31473) [-1.04050]	0.582356 (0.30610) [1.90250]
LOG(M1_SA(-3))	0.071303	0.014835	-0.001208	0.029913	0.003937	-0.160881

	(0.09733)	(0.01265)	(0.09666)	(0.07591)	(0.25478)	(0.24779)
	[0.73261]	[1.17254]	[-0.01250]	[0.39406]	[0.01545]	[-0.64927]
LOG(CAMBIO(-1))	-0.064164	0.008256	0.066524	0.025087	0.779826	-0.256234
	(0.03269)	(0.00425)	(0.03247)	(0.02550)	(0.08558)	(0.08324)
	[-1.96257]	[1.94273]	[2.04882]	[0.98386]	[9.11185]	[-3.07840]
LOG(CAMBIO(-2))	0.034193	0.014485	-0.040541	-0.034646	0.217305	0.327501
	(0.03777)	(0.00491)	(0.03751)	(0.02946)	(0.09886)	(0.09615)
	[0.90536]	[2.95041]	[-1.08087]	[-1.17621]	[2.19801]	[3.40607]
LOG(CAMBIO(-3))	0.008989	-0.014193	0.045220	0.009482	-0.121641	0.015608
	(0.03453)	(0.00449)	(0.03430)	(0.02693)	(0.09040)	(0.08792)
	[0.26030]	[-3.16173]	[1.31850]	[0.35206]	[-1.34559]	[0.17752]
LOG(IGC(-1))	0.011339	0.008002	-0.002962	0.006856	-0.275639	1.261242
	(0.03312)	(0.00430)	(0.03289)	(0.02583)	(0.08669)	(0.08431)
	[0.34241]	[1.85885]	[-0.09005]	[0.26544]	[-3.17960]	[14.9593]
LOG(IGC(-2))	0.059347	-0.000296	0.014297	0.014829	0.259637	-0.403915
	(0.04768)	(0.00620)	(0.04735)	(0.03718)	(0.12481)	(0.12138)
	[1.24477]	[-0.04779]	[0.30194]	[0.39878]	[2.08034]	[-3.32764]
LOG(IGC(-3))	-0.048939	-0.006823	-0.003405	-0.008969	-0.033299	0.110276
	(0.03076)	(0.00400)	(0.03055)	(0.02399)	(0.08052)	(0.07832)
	[-1.59093]	[-1.70639]	[-0.11146]	[-0.37384]	[-0.41353]	[1.40810]
C	1.184499	-0.068210	-0.402456	0.878513	1.017044	-1.505183
	(0.32677)	(0.04248)	(0.32453)	(0.25486)	(0.85539)	(0.83193)
	[3.62488]	[-1.60580]	[-1.24013]	[3.44708]	[1.18898]	[-1.80927]
R-squared	0.955778	0.999929	0.997135	0.996072	0.969015	0.995697
Adj. R-squared	0.951281	0.999922	0.996844	0.995673	0.965864	0.995259
Sum sq. resids	0.061449	0.001038	0.060609	0.037379	0.421079	0.398294
S.E. equation	0.018632	0.002422	0.018505	0.014532	0.048775	0.047437
F-statistic	212.5313	138308.4	3422.315	2493.752	307.5248	2275.325
Log likelihood	512.5194	912.4159	513.8684	561.2352	323.9070	329.3587
Akaike AIC	-5.035912	-9.116489	-5.049678	-5.533012	-3.111296	-3.166926
Schwarz SC	-4.718136	-8.798713	-4.731901	-5.215236	-2.793519	-2.849149
Mean dependent	4.525985	8.062899	2.514391	12.70646	0.878478	8.521225
S.D. dependent	0.084415	0.273680	0.329369	0.220915	0.263991	0.688957
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.53E-22				
Determinant resid covariance		3.00E-22				
Log likelihood		3187.990				
Akaike information criterion		-31.36724				
Schwarz criterion		-29.46058				

Fonte: software E-views.

ANEXO 7

COMPORTAMENTO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO – VARIÁVEL ÍNDICE IGC



Fonte: software E-views.

ANEXO 8
TESTE COINTEGRAÇÃO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO -
VARIÁVEL ÍNDICE IGC

Date: 11/19/18 Time: 12:10
 Sample: 2000M01 2018M07
 Included observations: 196
 Series: LOG(INDUSTRIA) LOG(IPCA) LOG(SELIC) LOG(M1_SA) LOG(CAMBIO) LOG(IGC)
 Lags interval: 1 to 2

Selected (0.05
 level*) Number
 of Cointegrating
 Relations by
 Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	3	3	4	4
Max-Eig	2	3	3	4	1

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Fonte: software E-views.

ANEXO 9

RESULTADOS ESTATÍSTICOS DO MODELO ESTIMADO – VARIÁVEL VALOR EMPRESAS NEGOCIADAS NO IBOVESPA

Vector Autoregression Estimates

Date: 11/19/18 Time: 12:04

Sample (adjusted): 2002M04 2018M07

Included observations: 196 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

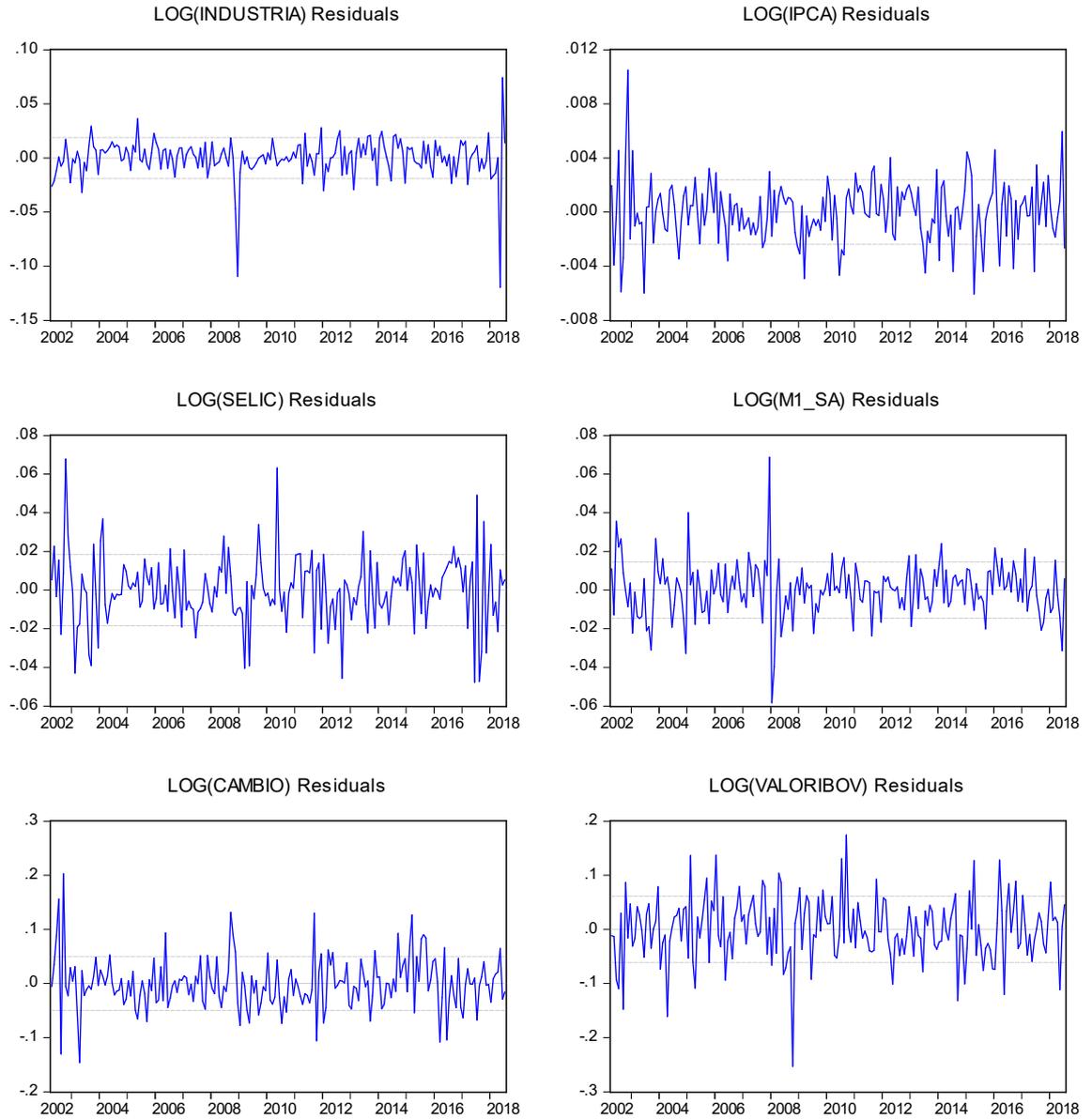
	LOG(INDUSTRIA)	LOG(IPCA)	LOG(SELIC)	LOG(M1_SA)	LOG(CAMBIO)	LOG(VALORIBOV)
LOG(INDUSTRIA(-1))	0.632285 (0.07571) [8.35167]	-0.015545 (0.00954) [-1.63028]	0.080802 (0.07371) [1.09615]	-0.000868 (0.05832) [-0.01488]	-0.435993 (0.19916) [-2.18920]	0.564789 (0.24543) [2.30120]
LOG(INDUSTRIA(-2))	0.146841 (0.09350) [1.57048]	0.021797 (0.01178) [1.85099]	0.134283 (0.09104) [1.47500]	0.082313 (0.07203) [1.14279]	0.131217 (0.24596) [0.53348]	-0.402437 (0.30312) [-1.32767]
LOG(INDUSTRIA(-3))	-0.007322 (0.08314) [-0.08807]	-0.013625 (0.01047) [-1.30130]	-0.066618 (0.08095) [-0.82298]	-0.108431 (0.06404) [-1.69309]	0.114569 (0.21870) [0.52387]	0.104284 (0.26951) [0.38693]
LOG(IPCA(-1))	0.265642 (0.59968) [0.44297]	1.500820 (0.07553) [19.8713]	-0.489632 (0.58389) [-0.83856]	-1.200993 (0.46196) [-2.59980]	-1.510773 (1.57752) [-0.95769]	-1.242619 (1.94407) [-0.63919]
LOG(IPCA(-2))	-0.352351 (1.02768) [-0.34286]	-0.532386 (0.12943) [-4.11324]	1.644840 (1.00063) [1.64380]	1.137777 (0.79166) [1.43720]	2.424236 (2.70343) [0.89673]	-0.433904 (3.33159) [-0.13024]
LOG(IPCA(-3))	0.065854 (0.59340) [0.11098]	0.019025 (0.07474) [0.25456]	-1.217919 (0.57778) [-2.10794]	0.044234 (0.45712) [0.09677]	-0.771612 (1.56099) [-0.49431]	1.611972 (1.92370) [0.83795]
LOG(SELIC(-1))	0.028667 (0.07441) [0.38528]	0.014857 (0.00937) [1.58541]	1.533912 (0.07245) [21.1727]	-0.080770 (0.05732) [-1.40916]	0.152564 (0.19573) [0.77945]	-0.357463 (0.24121) [-1.48194]
LOG(SELIC(-2))	-0.093828 (0.13603) [-0.68977]	-0.017324 (0.01713) [-1.01120]	-0.365427 (0.13245) [-2.75904]	0.092658 (0.10479) [0.88425]	-0.029709 (0.35784) [-0.08302]	0.180966 (0.44098) [0.41037]
LOG(SELIC(-3))	0.040938 (0.07703) [0.53145]	0.002749 (0.00970) [0.28334]	-0.189393 (0.07500) [-2.52513]	-0.036695 (0.05934) [-0.61839]	-0.164575 (0.20264) [-0.81216]	0.199118 (0.24972) [0.79736]
LOG(M1_SA(-1))	-0.031619 (0.09839) [-0.32136]	0.010907 (0.01239) [0.88017]	0.135657 (0.09580) [1.41606]	0.755005 (0.07579) [9.96142]	0.158773 (0.25882) [0.61344]	-0.098770 (0.31896) [-0.30966]
LOG(M1_SA(-2))	0.015319 (0.12105) [0.12656]	-0.012763 (0.01525) [-0.83717]	-0.111658 (0.11786) [-0.94736]	0.189836 (0.09325) [2.03580]	-0.201890 (0.31843) [-0.63401]	0.354258 (0.39242) [0.90275]
LOG(M1_SA(-3))	0.029763 (0.09707)	0.016056 (0.01223)	-0.011234 (0.09451)	0.014983 (0.07477)	-0.050918 (0.25534)	-0.157832 (0.31467)

	[0.30663]	[1.31335]	[-0.11886]	[0.20038]	[-0.19941]	[-0.50157]
LOG(CAMBIO(-1))	-0.084850 (0.03506) [-2.42007]	0.010723 (0.00442) [2.42828]	0.076169 (0.03414) [2.23119]	0.027875 (0.02701) [1.03208]	0.840537 (0.09223) [9.11332]	-0.081384 (0.11366) [-0.71602]
LOG(CAMBIO(-2))	0.042432 (0.04420) [0.95993]	0.013058 (0.00557) [2.34549]	-0.065296 (0.04304) [-1.51713]	-0.037876 (0.03405) [-1.11232]	0.203809 (0.11628) [1.75275]	-0.003891 (0.14330) [-0.02715]
LOG(CAMBIO(-3))	0.013857 (0.03632) [0.38151]	-0.015296 (0.00457) [-3.34363]	0.063054 (0.03537) [1.78284]	0.008189 (0.02798) [0.29267]	-0.201148 (0.09555) [-2.10512]	0.186497 (0.11775) [1.58378]
LOG(VALORIBOV(-1))	0.000182 (0.02850) [0.00639]	0.010108 (0.00359) [2.81639]	0.017642 (0.02775) [0.63584]	0.014024 (0.02195) [0.63886]	-0.082124 (0.07496) [-1.09556]	0.936369 (0.09238) [10.1362]
LOG(VALORIBOV(-2))	0.038838 (0.03824) [1.01561]	-0.000115 (0.00482) [-0.02397]	-0.036512 (0.03723) [-0.98058]	0.003560 (0.02946) [0.12083]	0.000368 (0.10060) [0.00366]	-0.042691 (0.12397) [-0.34436]
LOG(VALORIBOV(-3))	-0.025178 (0.02846) [-0.88481]	-0.008429 (0.00358) [-2.35187]	0.030647 (0.02771) [1.10611]	-0.006706 (0.02192) [-0.30594]	0.024201 (0.07486) [0.32329]	0.062064 (0.09225) [0.67279]
C	0.914724 (0.31050) [2.94601]	-0.074217 (0.03911) [-1.89785]	-0.517205 (0.30232) [-1.71077]	0.701167 (0.23919) [2.93146]	1.998492 (0.81679) [2.44676]	-1.411909 (1.00658) [-1.40268]
R-squared	0.954360	0.999931	0.997158	0.996045	0.967706	0.982000
Adj. R-squared	0.949719	0.999924	0.996869	0.995643	0.964422	0.980169
Sum sq. resids	0.063420	0.001006	0.060125	0.037635	0.438869	0.666512
S.E. equation	0.018929	0.002384	0.018431	0.014582	0.049794	0.061365
F-statistic	205.6204	142757.5	3449.941	2476.729	294.6599	536.4497
Log likelihood	509.4254	915.5186	514.6541	560.5666	319.8515	278.9015
Akaike AIC	-5.004340	-9.148149	-5.057695	-5.526190	-3.069914	-2.652057
Schwarz SC	-4.686564	-8.830372	-4.739918	-5.208413	-2.752137	-2.334280
Mean dependent	4.525985	8.062899	2.514391	12.70646	0.878478	14.52188
S.D. dependent	0.084415	0.273680	0.329369	0.220915	0.263991	0.435758
Determinant resid covariance (dof adj.)		7.92E-22				
Determinant resid covariance		4.29E-22				
Log likelihood		3152.891				
Akaike information criterion		-31.00910				
Schwarz criterion		-29.10244				

Fonte: software E-views.

ANEXO 10

COMPORTAMENTO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO – VARIÁVEL VALOR EMPRESAS NEGOCIADAS NO IBOVESPA



Fonte: software E-views.

ANEXO 11

TESTE COINTEGRAÇÃO DOS RESÍDUOS DO MODELO VAR ESTIMADO - VARIÁVEL VALOR EMPRESAS NEGOCIADAS NO IBOVESPA

Date: 11/19/18 Time: 12:09

Sample: 2000M01 2018M07

Included observations: 196

Series: LOG(INDUSTRIA) LOG(IPCA) LOG(SELIC) LOG(M1_SA) LOG(CAMBIO) LOG(VALORIBOV)

Lags interval: 1 to 2

Selected (0.05
level*) Number
of Cointegrating
Relations by
Model

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	3	3	4	4
Max-Eig	2	3	3	1	1

*Critical values based on MacKinnon-Haug-Michelis (1999)

Fonte: software E-views.