
ADESÃO AO SEGMENTO DO NOVO MERCADO: ESTUDO DE CASO DA COMPANHIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO – SABESP

Michele Rílany Rodrigues Machado

Instituto Aphoniano de Ensino Superior (IAESup-GO)
michelerilany@hotmail.com

Lúcio de Souza Machado

Instituto Aphoniano de Ensino Superior (IAESup-GO)
luciosmachado@terra.com.br

Eduardo José dos Santos

Instituto Aphoniano de Ensino Superior (IAESup-GO)
eduardo.js@celg.com.br

RESUMO

A Governança Corporativa no Brasil teve dois grandes marcos, sendo o primeiro a criação do Código das melhores práticas de Governança em 1999 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o segundo marco, em 2000, foi a criação dos níveis diferenciados de Governança pela Bolsa de Valores de São Paulo, os quais são Nível 1, 2 e o Novo Mercado. A presente pesquisa tem como objetivo verificar se a adesão ao Novo Mercado e suas regras de Governança Corporativa consubstancia-se no desejo das empresas em alcançar maiores níveis de lucratividade. A pesquisa foi realizada por intermédio de um estudo de caso na Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp, adotando como metodologia a análise do percentual de retorno das ações antes e depois de sua adesão ao Novo Mercado. Observou-se que nos dados analisados não houve um aumento significativo no percentual do retorno das ações. Concluiu-se assim que para uma empresa como a Sabesp, inserida em um ambiente de aparente estabilidade de mercado, seu principal objetivo ao aderir ao Novo mercado bem como as regras exigidas por este quanto a Governança Corporativa, não necessariamente é o de se atingir maiores níveis de lucratividade. Seus objetivos podem estar envoltos na melhoria de problemas com conflitos de agência, imagem institucional, transparência, equidade entre os acionistas, dentre outros.

Palavras-chave: Novo mercado. Governança corporativa. Lucratividade.

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2004) pode ser definida como:

O sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

A idéia da Governança Corporativa, como explicita Gonçalves (2006, p.38) não é recente, porém, acentua-se nos momentos de tensão financeira e evidenciação de fraudes contábeis, justamente porque dentre as razões para sua aplicação está a de propiciar maior segurança aos investidores, aos potenciais investidores e, no geral, à sociedade como um todo.

No Brasil, observam-se duas grandes contribuições para o desenvolvimento da Governança Corporativa: o Código das melhores práticas de Governança, criado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa-IBGC, cuja primeira edição se deu em 1999 e a criação dos níveis diferenciados de Governança pela Bolsa de Valores São Paulo – BOVESPA (Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado).

A criação dos níveis diferenciados de governança pela Bolsa de Valores de São Paulo ocorreu em 2000, tendo como objetivo principal a criação de um ambiente que estimulasse os investidores e agregasse valor as empresas nela listadas.

Para a entrada de empresas no Novo Mercado, segundo a Bovespa (2006), não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Toda empresa que implemente práticas de Governança Corporativa e assine o contrato de adesão comprometendo-se a seguir os requisitos fixados no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas neste segmento.

Atualmente, as empresas componentes do Novo Mercado constituem-se de empresas que aderiram ao segmento no momento em que decidiram negociar ações na Bovespa, e aquelas que já negociavam ações na Bolsa antes de sua adesão ao segmento do Novo Mercado. A adesão ao segmento é voluntária, contudo a empresa tem que possuir níveis adequados de Governança Corporativa e firmar um contrato com a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo.

Contudo, a segurança nos relacionamentos pode não ser a única motivação para a aplicação das Boas Práticas da Governança Corporativa, eis que, como destaca Santos (2006, p. 42), “verifica-se um estado latente de estudos junto às companhias e seus acionistas no sentido de se evidenciar que as boas práticas de governança propagadas ofertam mesmo bons resultados”.

Nesse contexto, Santos (2006) destaca que:

A análise da performance das ações em relação ao desempenho global também evidencia que a médio e longo prazos ocorre uma sensível melhora, para as empresas enquadradas dentro das melhores práticas de governança corporativa.

A idéia de que a adoção de boas práticas resulte, em um determinado momento futuro, em valorização das ações e da empresa como um todo poderia agravar os riscos da agência e aumentar o conflito entre os acionistas majoritários e os minoritários, sobretudo no caso das empresas brasileiras, nas quais existe uma concentração de ações ordinárias com um pequeno grupo de pessoas, o que faz com que as decisões sejam tomadas em detrimento de suas preferências.

Dentre as empresas, que anteriores a sua adesão ao Novo Mercado já possuíam ações negociadas no mercado de capitais, encontra-se a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo–Sabesp. Esta empresa iniciou suas negociações na Bovespa em 1997 e, em 2002, foi a segunda empresa a aderir ao segmento do Novo Mercado.

A Sabesp é uma empresa de economia mista de capital aberto, tendo o Governo do Estado de São Paulo como seu principal acionista e tem como objeto social o planejamento, construção e operação de sistemas de água, esgotos e efluentes industriais nos 367 municípios do Estado de São Paulo, o que representa, aproximadamente, 57% dos municípios do Estado.

Além de concessionária, a Sabesp é responsável pelo planejamento, construção e operação de sistemas de água, esgotos e efluentes industriais. Nas 800 unidades de produção e ao longo das redes de distribuição, são realizadas 147 mil análises de água mensalmente. Para isso, existem 15 centros laboratoriais com padrão de qualidade internacional reconhecidos pela ISO 9002 ou ISO Guide 25.

O modelo de administração da Sabesp é baseado na regionalização por bacias hidrográficas. Tal critério atende a legislação de saneamento estadual e torna mais eficaz o atendimento às demandas sociais e locais. A administração descentralizada é formada por diretorias e Unidades de Negócio também conhecidas como UN's.

Em 1997, a empresa iniciou negociação de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo e em 2002 foi a segunda empresa a aderir ao segmento do Novo Mercado da Bovespa, tendo assinado com esta um contrato de adesão e o compromisso de atender aos requisitos exigidos pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

Essa empresa possui características díspares das demais empresas com um histórico de negociação na Bovespa antes de sua adesão ao segmento do Novo Mercado, por conta do seu objeto social e do papel que representa na sociedade e no rol de políticas públicas estaduais. Tal condição possibilita uma relativa estabilidade em seu mercado que, praticamente, não é concorrencial.

As condições de mercado e as práticas de governança para esse tipo de empresa podem não impactar o seu resultado da mesma forma que as outras empresas com ações negociadas na BOVESPA, o que poderia sugerir que a adesão ao Novo Mercado não tem como finalidade a majoração do valor real das ações no futuro, ou seja, tal decisão poderia não estar associada à lucratividade.

Diante disso, com o presente artigo, busca-se elucidar a seguinte questão: a adesão ao Novo Mercado, bem como o atendimento dos requisitos de Governança Corporativa, pode, não necessariamente, ter o aumento da lucratividade como principal objetivo?

A presente pesquisa tem como objetivo geral verificar, através do estudo da lucratividade da empresa em estudo – Sabesp - se a adesão ao Novo Mercado provocou mudança significativa na lucratividade que possa ser associada às boas práticas de Governança Corporativa.

Segundo Matias-Pereira (2006, p.56) “os objetivos específicos possuem um caráter mais peculiar e concreto. Têm função intermediária e instrumental, permitindo de um lado, atingir o objetivo geral e, de outro, aplicá-lo a situações particulares”.

Os objetivos específicos da presente pesquisa são investigar a lucratividade da Sabesp antes e depois da adesão ao Novo Mercado, de modo a verificar diferenças significativas que permitam indicar efeitos por conta das boas práticas de governança.

Para atingir os objetivos, essa pesquisa realizar-se-á por meio de um estudo descritivo, que para Beuren et. al.(2003, p.81) tem como principal objetivo apresentar a característica de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. A Sabesp - empresa em estudo - e a análise de sua lucratividade antes e após a adesão ao Novo Mercado constituem as variáveis, objeto de estudo.

No que concerne aos procedimentos a presente pesquisa será realizada por meio de um estudo de caso, de modo a permitir uma investigação em que as características significativas dos eventos sejam preservadas. Para tanto, alicerça-se em referencial teórico sobre a Governança Corporativa e o Novo Mercado.

Em relação à análise do problema essa pesquisa adotará análise estatística das medidas de tendência central dos índices de lucratividade da empresa modelo, focando o estudo nas diferenças de média e dos desvios padrões antes e depois da análise do Novo Mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

O termo Governança Corporativa na literatura atual apresenta vários conceitos, enfatizando conflitos de agência e a relação entre acionistas majoritários e minoritários. Pode-se, dentre vários outros, enfatizar três conceitos distintos, sendo o primeiro, apresentado pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa(2004), qual seja:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Carvalho (2002) *apud* Soares (2003, p.16), descreve que o termo Governança Corporativa pode ser definido como “[...] os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Governança Corporativa é um conjunto de regras que visa minimizar os problemas de agência”. Neste conceito há uma maior evidência da importância da governança quanto à minimização do conflito de agência, ocorrido, geralmente, entre as divergências de interesses de acionistas majoritários e minoritários.

O terceiro conceito apresentado é o do *International Finance Corporation* (2005), onde:

Governança Corporativa se refere às estruturas e processos para direção e controle das companhias. Governança Corporativa concerne o relacionamento entre gestores, diretores, acionistas majoritários, acionistas minoritários e outros depositários. Boa Governança Corporativa contribui para o desenvolvimento econômico sustentável por realçar a performance de companhias e aumentar seu acesso ao capital externo. (Tradução livre)

Impõe ressaltar que a Governança Corporativa, por si só, não cria valor. Para que tal fato ocorra é preciso verificar um conjunto de fatores atuando de modo sinérgico. Dentre esses fatores, destacam-se a existência de um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado, como relata o IBCG (2006). Aliada a estes fatores, a governança, poderá contribuir para uma melhor administração com vistas ao benefício dos acionistas que compõem a empresa.

A governança está intrinsecamente ligada à criação de um clima necessário para atrair investimentos e desenvolvimento econômico. O *Global Governance Forum* (2006) relata que “práticas de Governança podem inspirar a confiança de investidores e financiadores e estimular tanto investimentos domésticos quanto estrangeiros” (tradução livre).

2.2 Código de Boas Práticas de Governança Corporativa

Criado em 1999, o Código das melhores práticas de Governança Corporativa já está em sua terceira revisão, realizada em 2004, e é uma das contribuições mais importantes desenvolvida pelo IBCG, a fim de auxiliar o desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil.

Seu objetivo central é indicar caminhos que auxiliem a todos os tipos de sociedades a conquistarem aumento do valor destas sociedades, um melhor desempenho, facilitar o seu acesso ao capital com custos mais baixos, e contribuir para sua perenidade. O código é dividido em seis capítulos, sendo eles: propriedade (sócios), conselho de administração, Gestão, Auditoria Independente, Conselho fiscal, e conduta e conflito de interesses. Descritos sumariamente abaixo:

- O primeiro capítulo, propriedade (sócios) - enumera que cada sócio é proprietário da empresa, observando-se a sua respectiva participação no capital social. Este ainda relata que empresas interessadas em abrir o seu capital, devem possuir exclusivamente ações ordinárias. O capítulo traz a assembleia geral como órgão soberano, e descreve alguns pontos para o seu funcionamento. Temas como aquisição de controle, condições para a saída de sócios, uso de informação privilegiada e arbitragem são aqui tratados;
- O segundo capítulo, conselho de administração - relata que independentemente da forma societária ou de ser companhia aberta ou fechada, toda sociedade deve ter um Conselho de Administração, enfatizando que o estabelecimento de um conselho consultivo é uma boa prática para a sociedade. Neste capítulo, são observados tanto a missão do conselho quanto a sua competência, funcionamento e composição de cada órgão.

- O capítulo seguinte, relativo a gestão, refere-se às competências do executivo principal, enfatizando a sua obrigação em prestar contas ao Conselho de Administração, critérios de transparência na prestação de informações, sua responsabilidade a respeito da criação de parâmetros para o controle interno e a elaboração do relatório anual. Neste relatório deve constar que houve uso de práticas de Governança Corporativa em sua elaboração, bem como observação de padrões internacionais de contabilidade, dentre outros.
- O quarto capítulo faz referência à auditoria independente, relata que toda sociedade deve se submeter auditoria independente, pois esta é um agente da Governança Corporativa, por trazer uma confiabilidade sobre as demonstrações estarem realmente refletindo a situação real da sociedade. O capítulo ainda faz menção à contratação, independência e serviços extra-auditoria.
- No capítulo referente ao Conselho fiscal, o Código brasileiro de Governança Corporativa (2004, p.40), traz a seguinte definição:

O Conselho Fiscal, parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras, é um órgão não-obrigatório que tem como objetivos fiscalizar os atos da administração, opinar sobre determinadas questões e dar informações aos sócios. Deve ser visto como uma das ferramentas que visam agregar valor para a sociedade, agindo como um controle independente para os sócios.

Além da conceituação acerca do Conselho fiscal, o capítulo faz menção à composição, pareceres do conselho fiscal e relacionamentos tanto com sócios, comitê de auditoria e auditores independentes.

- No último capítulo - conduta e conflito de interesses - desataca-se a necessidade de se estabelecer um código de conduta que abranja funcionários, administradores, fornecedores e demais partes relacionadas. No que tange aos conflitos de interesses, o código deixa claro a necessidade de total independência (moral) para a tomada de decisões.

2.3 Princípios de Governança Corporativa

Os princípios emanados pelo Código brasileiro de Governança Corporativa são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

A transparência caracteriza-se pela boa comunicação interna e externa, franca e rápida, resultando assim em um clima de maior confiança, tanto internamente, quanto nas relações com terceiros. A boa comunicação não deve somente abranger demonstrativos e desempenhos econômico-financeiros, mas também a todos os fatores que contribuam para o gerenciamento das operações da empresa e que possam conduzi-la a criação de valor.

A equidade é o tratamento justo e igual às partes interessadas (minoritárias de qualquer forma), sejam os acionistas minoritários, clientes, colaboradores, fornecedores ou credores.

Quanto à prestação de contas, o Código Brasileiro de Governança Corporativa (2004, p. 10) relata que "os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos".

O código descreve para responsabilidade corporativa que os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações. Assim, responsabilidade corporativa, segundo o Código Brasileiro de Governança Corporativa (2004, p. 10) "é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua".

2.4 Novo Mercado – Empresas Alvo

Para adesão ao Novo Mercado, não existe qualquer restrição quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa pode aderir a este segmento, contanto que implemente práticas de Governança Corporativa.

É importante enfatizar que a adesão é voluntária, tendo como compromisso a assinatura de um contrato entre a empresa e a Bovespa e o comprometimento da empresa em cumprir os requisitos fixados no Regulamento de Listagem editado pela Bovespa.

O Regulamento de listagem é um conjunto de normas sobre Governança que a empresa deve adotar para a sua adesão ao Novo Mercado. Destarte, pode-se observar o seguinte na definição dada pela Bovespa (2004, p. 3) descrevendo que:

Este regulamento disciplina os requisitos para negociação de valores mobiliários de companhias abertas em segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo ("BOVESPA"), denominado Novo Mercado, estabelecendo regras de listagem diferenciadas para essas Companhias, seus Administradores e seu Acionista Controlador.

As empresas alvo deste segmento são as que venham a abrir o capital e aquelas já listadas na Bolsa de São Paulo e que tenham apenas ações ordinárias ou que no caso de possuírem ações preferenciais possam convertê-las em ações ordinárias.

2.5 Requisitos para Adesão ao Novo Mercado

Os requisitos e condições para adesão ao Novo Mercado estão descritos no Regulamento de Listagem. O regulamento está estruturado por meio de sessões, onde, além das condições que as empresas devem implantar, encontram-se definições de termos utilizados no mercado. Os requisitos mínimos exigidos para que uma empresa possa aderir ao Novo Mercado são:

- Obter e manter atualizado junto à CVM o registro de companhia que permita negociação de ações ordinárias em bolsa;
- Ter solicitado o seu registro para negociação na Bovespa;
- Ter assinado o Contrato de Participação no Novo Mercado;
- Ter adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela Bovespa, em especial a que se refere à Cláusula Compromissória;
- Manter o Percentual Mínimo de Ações em Circulação, observando, ademais, o disposto nos itens 7.3 e 8.5; que tratam da manutenção do percentual mínimo após o Aumento de Capital ou após a Alienação de Controle, sendo para ambos concedido um prazo de seis meses subsequentes a homologação de tais atos;
- Ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, exceto em casos de desestatização, se tratar de ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade do ente desestatizante, devendo os referidos direitos terem sido objeto de análise prévia pela Bovespa;
- Não ter Partes Beneficiárias; e
- Observar as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Novo Mercado. (BOVESPA, 2006, P. 6)

Outros requisitos podem ser observados no Regulamento de Listagem, sendo, que dentre estes alguns se destacam quanto à composição do Conselho de Administração, demonstrações publicadas e distribuição pública de ações, destacando-se que:

- O conselho de administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, eleitos pela assembléia geral, dos quais, no mínimo, 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes.
- As demonstrações financeiras da Companhia e as demonstrações consolidadas a serem elaboradas após o término de cada trimestre (excetuando o último trimestre) e de cada exercício social, devem, obrigatoriamente, incluir a Demonstração dos Fluxos de Caixa.
- Após o encerramento de cada exercício social a Companhia deverá, adicionalmente ao previsto na legislação vigente:
 1. Elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais IFRS ou US GAAP, em reais ou dólares americanos, que deverão ser divulgadas na íntegra, no idioma inglês, acompanhadas do relatório da administração, de notas explicativas, que informem inclusive o lucro líquido e o patrimônio líquido

- apurados ao final do exercício segundo os princípios contábeis brasileiros e a proposta de destinação do resultado, e do parecer dos auditores independentes; ou
2. Divulgar, no idioma inglês, a íntegra das demonstrações financeiras, relatório da administração e notas explicativas, elaboradas em conformidade com a legislação societária brasileira, acompanhadas de nota explicativa adicional que demonstre a conciliação do resultado do exercício e do patrimônio líquido, os quais devem ser apurados segundo os critérios contábeis brasileiros e segundo os padrões internacionais IFRS ou US GAAP e, conforme o caso, evidenciando as principais diferenças entre os critérios contábeis aplicados, e do parecer dos auditores independentes. Abrangendo neste caso, as Informações Trimestrais.
- Nas Informações Trimestrais, além das informações obrigatórias previstas na legislação, a Companhia deverá:
 1. Apresentar o Balanço Patrimonial Consolidado, a Demonstração do Resultado Consolidado e o Comentário de Desempenho Consolidado e, se estiver obrigada a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social;
 2. Informar a posição acionária de todo aquele que detiver mais de 5% (cinco por cento) do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física;
 3. Informar de forma consolidada a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de Acionista Controlador, de administradores e de membros do conselho fiscal, aplicável também às informações anuais da companhia;
 4. Informar a evolução da participação dos grupos de Acionista Controlador, Administradores e membros do conselho fiscal, em relação aos respectivos valores mobiliários, nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores, também aplicável as informações anuais da companhia;
 5. Incluir, em notas explicativas, a Demonstração dos Fluxos de Caixa, também aplicável às informações anuais da companhia;
 6. Informar a quantidade de Ações em Circulação e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas; e
 7. Informar a existência e a vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
 - A Companhia e os Administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas.
 - A Companhia e os Administradores deverão enviar à Bovespa e divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual, informando sobre os eventos corporativos programados.
 - Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação.
 - Em toda e qualquer distribuição pública de ações, a Companhia deverá envidar melhores esforços com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais, os quais constarão no respectivo prospecto, como por exemplo os abaixo indicados:
 1. Garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou
 2. Distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total a ser distribuído.
 - Após a assinatura de Contrato de Participação no Novo Mercado, em se tratando de Oferta Pública Inicial de Ações (primeira distribuição pública), os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções.
 - Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgadas.

2.6 Câmara de Arbitragem

Com o objetivo de agilizar as soluções de eventuais conflitos societários a Câmara de arbitragem foi instituída pela Bovespa, para proporcionar a seus participantes um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, economia de tempo e, conseqüentemente poupando recursos.

No Regulamento de Listagem (Bovespa, 2006, p.22), observa-se a seguinte definição do papel da Câmara de arbitragem junto a Bovespa e a sociedade:

A BOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem.

A Câmara possui participantes da companhia listada no Novo Mercado, dentre estes seus controladores, acionistas em geral, administradores, membros dos Conselhos Fiscais, e participantes da própria Bovespa. Compõe-se de 30 árbitros especializados escolhidos pelo Conselho de Administração da Bolsa de São Paulo, sendo que, a cada dois anos, há uma nova escolha destes.

Além dos conflitos pertinentes ao Regulamento de Listagem, Contrato de participação do Novo Mercado e Cláusulas Compromissórias, as partes obrigam-se também a não recorrer ao poder Judiciário, excetuando-se os casos previstos no Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, garantindo assim agilidade na resolução de conflitos. Ressalta-se que as regras da Câmara de Arbitragem do Mercado estão de acordo com a Lei 9.307/96 - Lei da Arbitragem (BOVESPA, 2006, p.9)

Em uma disputa de interesses, as partes poderão adotar um dos três tipos de procedimento arbitral: arbitragem ordinária, arbitragem sumária e arbitragem *ad hoc*. A arbitragem ordinária destina-se à solução de questões mais complexas, enquanto a arbitragem sumária pode ser utilizada em disputas mais simples. Por sua vez, a arbitragem *ad hoc* permite uma maior flexibilidade, estando as partes livres, de comum acordo, para definir o encaminhamento da arbitragem. (BOVESPA, 2006, p.9)

2.7 Benefícios Identificados pela Bovespa à Adesão ao Novo Mercado

A Bolsa de Valores de São Paulo (2006) identificou benefícios relacionados ao Novo Mercado, para investidores, para as próprias empresas listadas neste segmento e para o fortalecimento do mercado acionário.

Para os investidores os benefícios identificados são: uma maior precisão na precificação das ações, melhora no processo de acompanhamento e fiscalização e maior segurança quanto aos seus direitos societários, e redução de risco na compra de ações.

Nas empresas, estes benefícios são a melhora da imagem institucional, maior demanda por suas ações, valorização das ações, e menor custo de capital.

Já para o mercado acionário, os benefícios são: aumento de liquidez; aumento de emissões; canalização da poupança na capitalização das empresas.

3 A PESQUISA E SEUS RESULTADOS

Os dados selecionados da empresa em estudo, Sabesp, referem-se ao período entre o último trimestre de 1998 e o último trimestre de 2006, ressaltando-se que os períodos anteriores ao último trimestre de 1998, foram publicados anualmente.

Os dados do período selecionado serão utilizados como instrumento para alcançar o objetivo da pesquisa, qual seja o de verificar se a principal meta da empresa em estudo, em relação a sua adesão ao Novo Mercado e as práticas de Governança Corporativa pode, não necessariamente, ser uma maior lucratividade.

Na tabulação dos dados optou-se por utilizar o retorno das ações como o fator de análise da lucratividade, este transformado em percentual a fim de suavizar efeitos de inflação dentre outros que poderiam comprometer o resultado a ser analisado.

Os dados referentes ao período anterior à adesão da Sabesp ao segmento do Novo Mercado estão descritos na tabela 1, como segue:

Tabela 1 – Dados trimestrais da lucratividade da Sabesp no período de 1998 a 2002

Data de publicação do balanço	Lucro Líquido (Valores em Mil R\$)	Quantidade de ações	Lucro por ação	Preço Médio das ações	Retorno das ações	% do retorno sobre a ação
30/9/1998	110098	27857339	0,0040	0,0738	0,0699	94,65
31/3/1999	-654733	28126773	-0,0233	0,1079	0,0846	78,43
30/6/1999	96720	28126773	0,0034	0,1410	0,1376	97,56
30/9/1999	137234	28126773	0,0049	0,1240	0,1191	96,07
31/3/2000	226310	28437155	0,0080	0,1765	0,1685	95,49
30/6/2000	170449	28449296	0,0060	0,1370	0,1310	95,63
30/9/2000	33401	28457168	0,0012	0,1780	0,1768	99,34
31/3/2001	-23774	28479577	-0,0008	0,1890	0,1882	99,56
30/6/2001	-37198	28479577	-0,0013	0,1660	0,1647	99,21
30/9/2001	-241306	28479577	-0,0085	0,1090	0,1005	92,23
31/3/2002	111278	28479577	0,0039	0,1280	0,1241	96,95

Fonte: SABESP (2007), adaptado pelos autores

Através dos dados acima apresentados pode-se observar no primeiro trimestre de 1999 o ponto mínimo no percentual de retorno, que destoa da média dos demais trimestres, quase linear e superior a 95%.

Esse fato revela que a lucratividade da empresa oscila muito pouco, mantendo-se praticamente constante, o que é reforçado pela análise do gráfico 1, que mostra os pontos de aferição da lucratividade próximos de 100%.

Essa situação, antes da adesão ao Novo Mercado pode sugerir que, se o foco (da adesão) é o aumento da lucratividade e que, bem assim, se nenhuma outra variável apresentou comportamento diferente do constatado nesse período – nos moldes da premissa assumida no início desse trabalho – é de se esperar que os novos índices superem os níveis atuais, passando de 100% de retorno.

A análise do período posterior à adesão, nos termos da tabela 2, evidencia que a média de lucratividade situou-se na faixa de 92,8%, ou seja, muito próximo dos 95,0% constatados na fase pré-adesão.

Tabela 2 – Dados trimestrais da lucratividade da Sabesp no período de 2002 a 2006

Data de publicação do balanço	Lucro Líquido (Valores em Mil R\$)	Quantidade de ações	Lucro por ação	Preço Médio das ações	Retorno das ações	% do retorno sobre a ação
30/6/2002	-329.292	28479577	-0,0116	0,0998	0,0883	88,42
30/9/2002	-663.596	28479577	-0,0233	0,0780	0,0547	70,12
31/3/2003	171.873	28479577	0,0060	0,0815	0,0755	92,60
30/6/2003	332.631	28479577	0,0117	0,1030	0,0913	88,66

30/9/2003	28.896	28479577	0,0010	0,1259	0,1249	99,19
31/3/2004	115.486	28479577	0,0041	0,1426	0,1385	97,16
30/6/2004	-73.335	28479577	-0,0026	0,1340	0,1314	98,08
30/9/2004	235.535	28479577	0,0083	0,1340	0,1257	93,83
31/3/2005	151.370	28479577	0,0053	0,1303	0,1249	95,92
30/6/2005	335.741	28479577	0,0118	0,1415	0,1297	91,67
30/9/2005	191.149	28479577	0,0067	0,1574	0,1507	95,74
31/3/2006	327.916	28479577	0,0115	0,1910	0,1795	93,97
30/6/2006	175.566	28479577	0,0062	0,2025	0,1963	96,96
30/9/2006	195.454	28479577	0,0069	0,2600	0,2531	97,36

Fonte: SABESP (2007), adaptado pelos autores

Conquanto pequena, essa redução na média de lucratividade, contraria a idéia de aumento da lucratividade pela adoção das boas práticas de governança corporativa. Observa-se, ainda, que dois dos trimestres com retornos abaixo de 90% foram apurados no ano de aderência ao Novo Mercado, no qual o segundo trimestre de 2002 apresentou um percentual de 88,42% e o terceiro trimestre um percentual de 70,12%, sendo o último o menor percentual de todo período em estudo.

Com base nos dados apresentados nas tabelas 1 e 2 e com o uso do Microsoft Excel®, promoveu-se a análise estatística, com foco nas medidas de tendência central, cujos resultados são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – Comparação de medidas antes e após a adesão ao Novo Mercado

Descrição	Antes da adesão ao Novo Mercado	Após a adesão ao Novo Mercado
Média	95,0094	92,8327
Erro padrão	1,7888	1,9595
Mediana	96,0652	94,8536
Desvio padrão	5,9329	7,3316
Variância da amostra	35,1990	53,7527
Assimetria	-2,5206	-2,5463
Intervalo	21,1319	29,0786
Mínimo	78,4264	70,1157
Máximo	99,5583	99,1943
Contagem	11	14

Fonte: Elaborado pelos autores

Analisando, por primeiro, a média do retorno sobre as ações, verifica-se que no período após a adesão ao Novo Mercado apresentou um valor menor em relação ao anterior a adesão, de 95,0094% para 92,8327%. A alteração, embora não substancial, ocorreu para menor, o que sugere a inexistência de benefício – para a lucratividade da empresa – com a adesão aos critérios do Novo Mercado.

O erro padrão para o período anterior a adesão do Novo Mercado foi de 1,7888, divergindo-se do período posterior em 0,1706. A mediana encontrada para o período anterior a aderência ao Novo Mercado foi de 96,0652 enquanto para o período posterior foi de 94,8536, portanto apresentando assim uma divergência de 1,2116. Esses dados indicam uma situação mais estável antes da adesão ao Novo Mercado, sob o prisma da lucratividade, o que, também, é confirmado pelo menor intervalo no período inicial.

Observa-se que as assimetrias apresentadas para os dois períodos foram negativas em -2,5206 para o período anterior e -2,5463 para o período posterior a adesão ao Novo Mercado indicando que em ambos os períodos a média encontrada foi menor que a mediana.

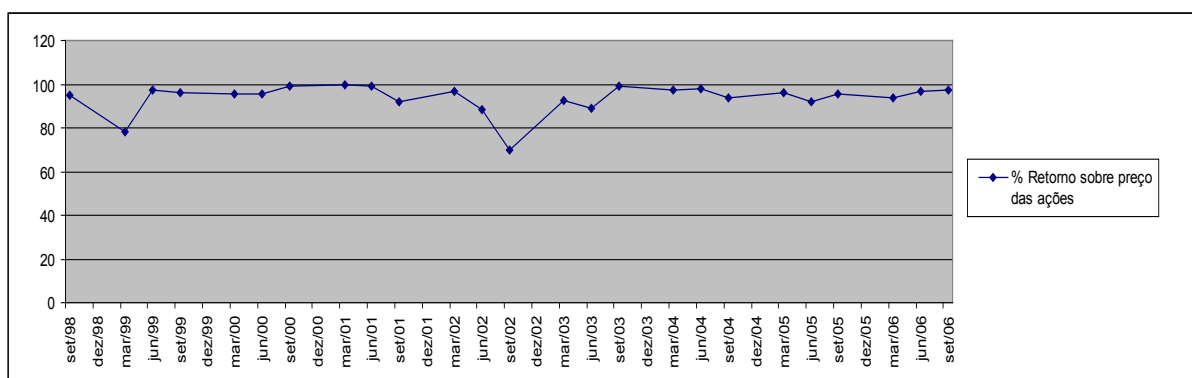
A medida de dispersão utilizada em relação à média foi o desvio padrão, apresentando este no período anterior a adesão ao Novo Mercado um valor de 5,93, após a aderência ao segmento houve uma maior dispersão em torno da média cujo valor foi de 7,33.

A variância encontrada para o período anterior a aderência da Sabesp ao Novo Mercado foi de 35,1990, e para o período posterior a adesão o valor foi de 53,7527, significando e reforçando que no período posterior a adesão ao Novo Mercado houve uma maior dispersão de valores em torno da média, como o já indicado pelo desvio padrão.

Comparando-se os valores encontrados antes e após a aderência da Sabesp ao segmento do Novo Mercado, conclui-se que o período anterior a adesão ao segmento possuía uma menor dispersão em torno da média deste período, havia uma maior estabilidade em relação aos seus valores. O valor posterior à adesão ao Novo Mercado, 7,33 de dispersão em torno da média, pode ser explicado pelo ano de aderência ao segmento, em que este período apresentou decréscimos em seu retorno percentual.

O Gráfico 1 apresenta uma melhor visão a respeito da lucratividade, demonstrada pelo retorno percentual, em relação aos períodos anteriores e posteriores a adesão da empresa ao segmento do Novo Mercado.

Gráfico 1 – Análise do retorno percentual sobre as ações



Fonte: Elaborado pelos autores

O gráfico 1 apresenta as variações ocorridas em todo período de análise, em que dois decréscimos podem ser notados, o primeiro em março de 1999, por fatores alheios a pesquisa, e o segundo em setembro de 2002, ano de adesão ao Novo Mercado.

Há que se relatar que em um total de 25 trimestres apenas 4 trimestres apresentaram um retorno percentual abaixo de 90%, sendo que três destes trimestres se encontram no período após a adesão ao Novo Mercado.

O retorno percentual apresenta um comportamento quase linear por longo período, o que sugere que independente das boas práticas de governança a lucratividade não foi afetada. Isso significa que, a finalidade, no momento da adesão, não foi o de melhorar a lucratividade.

Portanto, pelos dados obtidos e analisados na presente pesquisa conclui-se ainda que o objetivo principal da empresa em estudo em relação a sua adesão ao segmento do Novo Mercado, não necessariamente é uma maior lucratividade, mas sim outros oriundos a sua aderência e as boas práticas de governança corporativa, como maior transparência a seus investidores, diminuição de conflitos de agência, melhoria de sua imagem institucional, dentre outros.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A empresa em estudo, qual seja a Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp - possui características peculiares das demais empresas que aderiram ao segmento do

Novo Mercado da Bolsa de São Paulo. Estas características, bem como o seu histórico de negociação antes e após a sua adesão ao Novo Mercado se fundamenta em uma relativa estabilidade de mercado, por não se encontrar grandes concorrentes. Estes pressupostos auxiliaram na realização deste estudo.

Através dos dados analisados conclui-se que no período posterior à adesão da Sabesp ao segmento do Novo Mercado, não se verificou melhora significativa em sua lucratividade, aliás, houve decréscimo, como demonstrados pela análise de seu retorno percentual de ações, muito embora a situação geral seja de estabilidade, o que evidencia que a adesão ao Novo Mercado e às boas práticas de governança corporativa não tiveram como meta o aumento da lucratividade.

Futuras pesquisas podem ser elaboradas na tentativa de se verificar os objetivos da adesão aos segmentos diferenciados da Bolsa de Valores de São Paulo, bem como investigar se existe, após a adesão, maior lucratividade para empresas inseridas em mercados altamente concorrenciais (diferente do modelo estudado) que ingressam nestes segmentos.

Para o presente estudo assumiu-se a premissa de que a empresa não alterou sua política de investimentos e que nenhuma variável externa teve comportamento diferente daquele verificado no período anterior à adesão ao segmento do Novo Mercado, devido à impossibilidade de se analisar todas as variáveis do mercado.

5 REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Juan C. G. de; SCALZER, Rodrigo S.; COSTA, Fábio M. da. **Níveis Diferenciado de Governança Corporativa da Bovespa e Grau de Conservadorismo**: Estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. Congresso USP 2006 de controladoria e contabilidade. Disponível em: < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos32006/518.pdf>>. Acesso em 17 jan. 2007.
- BATISTELLA, Flávio D.; CORRAR, Luiz J.; BERGMANN, Daniel R. E AGUIA, Andson B. **Retorno de Ações e Governança Corporativa**: Um estudo de eventos. Congresso USP 2004 de controladoria e contabilidade. Disponível em: < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos42004/48.pdf>>. Acesso em 17 jan. 2007.
- BATISTELLA, Flávio D.; CORRAR, Luiz J.; BERGMANN, Daniel R. E AGUIA, Andson B. **Uma Avaliação do Impacto do Nível 1 de Governança Corporativa Sobre a Quantidade, o Volume e o Preço Médio das Ações Negociadas**. Congresso USP 2003 de controladoria e contabilidade. Disponível em: < <http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/congresso3/trabalhos/423.pdf>>. Acesso em 18 jan. 2007.
- BEUREN, Ilse M., RAUPP, Fabiano M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, Ilse M (Org.). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade**: Teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2003.
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo Mercado**. Disponível em: < <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>>. Acesso em: 16 jan. 2007.
- BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo. **Regulamento de listagem**. Disponível em: < <http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 16 jan. 2007.
- FONSECA, Jairo S. da e MARTINS, Gilberto de A. **Curso de Estatística**. Ed. 6. São Paulo: Atlas, 1996.
- GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM. **Corporate Governance**, Disponível em: < <http://www.gcgf.org>> Acesso em: 16 Jan. 2007.
- GONÇALVES, Rodrigo de Souza. Evidenciação de projetos sociais por empresas de capital aberto. 2006. 226 f. Dissertação (mestrado) - UniFecap - Controladoria e Contabilidade Estratégica.
- IBCG: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=3>>. Acesso em: 17 jan. 2007.
- IBCG: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. Disponível em: < <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2> >. Acesso em: 17 jan. 2007.
- INTERNACIONAL FINANCE CORPORATION. **Why Corporate Governance**. Disponível em: < <http://www.ifc.org> > . Acesso em: 16 jan. 2007.
- KITAGAWA, Carlos H.; RIBEIRO, Maisa de S. **Estudo Comparativo das Práticas de Governança Corporativa Recomendados pela Oecd para a América Latina às Empresas Listadas nos Segmentos Especiais da Bovespa – Níveis 1, 2 e Novo Mercado**. Congresso USP 2006 de controladoria e contabilidade. Disponível em: < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/17.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2007.
- MACEDO, Fabrício Q.; MELLO, Gilmar R.; FILHO, Francisco T. **Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa e a Percepção de Risco e Retorno das Ações pelo Mercado**. Congresso Usp 2006 de Controladoria e Contabilidade. Disponível em: < http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/an_indicearea.asp?letra=c>. Acesso em: 16 jan. 2007.
- MATIAS-PEREIRA, J. . **Metodologia Científica**: Manual de Pesquisa Científica. Brasília: Centro de Educação a Distância - CEAD/UnB, 2006.
- SABESP: Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo. Disponível em: < <http://www.sabesp.com.br>>. Acesso em: 18 jan. 2007.

SANTOS, Eduardo José dos. Governança corporativa e as políticas públicas: uma análise da reforma à lei 6.404/76 sob a ótica da proteção aos acionistas minoritários. 2006. 294 f. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia – Administração.

SOARES, Carlos R. P. **O Impacto da Governança Corporativa sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O caso do papel e celulose, 2000 a 2003.** 2003. 97p. Dissertação (Mestrado) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo. São Paulo: 2003.