



FACULDADE IBMEC SÃO PAULO

Programa de Mestrado Profissional em Economia

Paulo José de Azevedo

**O PAPEL DA REGULAMENTAÇÃO NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA: ESTIMANDO OS EFEITOS DA LEI
SARBANES-OXLEY SOBRE O RETORNO DE AÇÕES
BRASILEIRAS LISTADAS NOS EUA**

São Paulo

2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Paulo José de Azevedo

**O PAPEL DA REGULAMENTAÇÃO NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA: ESTIMANDO OS EFEITOS DA LEI
SARBANES-OXLEY SOBRE O RETORNO DE AÇÕES
BRASILEIRAS LISTADAS NOS EUA**

Dissertação apresentada no Mestrado Profissionalizante
em Macroeconomia e Finanças, como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre em Finanças e
Macroeconomia do IBMEC SÃO PAULO.

Área de Concentração: Finanças e Macroeconomia
Aplicadas

Orientador: Prof. Dr. Fabio Ribas Chaddad – Ibmec SP

São Paulo

2007

Azevedo, Paulo José de

O papel da regulamentação na governança corporativa: estimando os efeitos da lei Sarbanes-Oxley sobre o retorno de ações brasileiras listadas nos EUA / Paulo José de Azevedo; Orientador Fábio Ribas Chaddad. – São Paulo: Ibmecc São Paulo, 2007.

60 f.

Dissertação: (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de Concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas.) – Faculdade Ibmecc São Paulo

1. Governança Corporativa 2. Lei Sarbanes-Oxley 3. Economia Internacional

FOLHA DE APROVAÇÃO

Paulo José de Azevedo

O papel da regulamentação na governança corporativa: estimando os efeitos da lei Sarbanes-Oxley sobre o retorno de ações brasileiras listadas nos EUA

Dissertação apresentada no Mestrado Profissionalizante em Macroeconomia e Finanças, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças e Macroeconomia do IBMEC SÃO PAULO.

Área de Concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas

Aprovado em: Julho/2007

Banca examinadora

Prof. Dr. Fabio Ribas Chaddad

Instituição: Ibmecc São Paulo

Assinatura: _____

Prof. Dr. Naercio Aquino Menezes Filho

Instituição: Ibmecc São Paulo

Assinatura: _____

Prof. Dr. Cláudio Antônio Pinheiro Machado Filho

Instituição: FEA-USP

Assinatura: _____

RESUMO

AZEVEDO, Paulo José de. **O papel da regulamentação na governança corporativa: Estimando os efeitos da lei Sarbanes-Oxley sobre o retorno de ações brasileiras listadas nos EUA.** São Paulo, 58 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade Ibmecc São Paulo, São Paulo, 2007.

Esse trabalho procurou testar a reação dos investidores do mercado brasileiro em relação aos eventos legislativos relacionados à SOX – Lei Sarbanes-Oxley. Os testes foram realizados nos preços de ações na BOVESPA de uma amostra de empresas brasileiras que possuem ações nas bolsas de valores americanas (ADRs – *American Depositary Receipts*), ou seja, no grupo de empresas brasileiras que foi submetido à implantação de controles internos determinada pela SOX. A evidência empírica encontrada na avaliação dos retornos inesperados dessas ações apresenta reações negativas dos investidores aos eventos legislativos relacionados à SOX concentrados no período de 2002 e 2003, o que leva a crer que os investidores podem ter considerado a criação da SOX como um avanço de governança corporativa caro para as empresas.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Sarbanes-Oxley; Sarbox; SOX; Agência.

ABSTRACT

AZEVEDO, Paulo José de. **Regulation role in corporate governance: Estimating the effects of Sarbanes-Oxley law on returns of brazilian stocks listed in U.S.A.** São Paulo, 58 f. Dissertation (Mastership) – Faculdade Ibmecc São Paulo, São Paulo, 2007.

This paper tests Brazilian market investors reactions to legislative events related to SOX – Sarbanes-Oxley Law. The tests were made with the stock prices of Brazilian firms in BOVESPA that also have stocks in American stock market (ADRs – American Depositary Receipts). In sum, the tests were made by analyzing the Brazilian group of firms that was submitted to the internal control changes determined by SOX. The empirical evidence found in stocks unexpected returns evaluation presents investors' negative reaction to legislative events related to SOX concentrated in 2002 and 2003. This leads to believe that investors could have considered SOX creation as an corporate governance enhancement costly to firms.

Keywords: Corporate Governance; Sarbanes-Oxley; Sarbox; SOX; Agency.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO E OBJETIVOS DA PESQUISA.....	9
1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	11
1.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA	11
1.1.1 <i>Contratos de incentivo e dívida</i>	14
1.1.2 <i>Debates regionais sobre a Governança Corporativa</i>	15
1.1.2.1 Estados Unidos	16
1.1.2.2 Reino Unido	17
1.1.2.3 Alemanha	18
1.1.2.4 Japão	19
1.1.2.5 França	20
1.1.3 <i>Comparação entre países</i>	21
1.1.4 <i>A Governança Corporativa no Brasil</i>	23
1.1.4.1 Propriedade, controle de votos e desempenho corporativo.....	25
1.1.4.2 Adequação brasileira ao mercado internacional	27
1.2 MECANISMOS DE SOLUÇÃO	28
1.2.1 <i>Ato Sarbanes-Oxley</i>	28
1.2.2 <i>Efeitos da Lei Sarbanes-Oxley</i>	29
2 ESPECIFICAÇÃO METODOLÓGICA.....	31
2.1 PROBLEMA DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DE HIPÓTESES	31
2.2 ESPECIFICAÇÃO DO MODELO	32
2.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	33
2.4 CÁLCULO DOS RETORNOS E DO β DAS EMPRESAS	35
2.4.1 <i>Cálculo dos retornos</i>	35
2.4.2 <i>Cálculo do β</i>	35
2.5 ESTIMAÇÃO DE RETORNOS INESPERADOS COM DUMMIES TEMPORAIS	36
2.5.1 <i>Estimação com Mínimos Quadrados Ordinários</i>	36
2.5.2 <i>Estimação com Efeitos Fixos</i>	37
2.5.3 <i>Estimação com Efeitos Aleatórios</i>	38
3 ANÁLISE DE RESULTADOS	40
3.1.1 <i>Teste de Hausman</i>	40
4 CONCLUSÃO	41
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43
5 APÊNDICE I.....	50
6 APÊNDICE 2.....	57

LISTA DE QUADROS

Tabela 1: Utilização dos Dados.....	34
Tabela 2: Sinais dos Coeficientes α_{2n} nos Modelos de Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.....	40
Tabela 3: Resultados obtidos a partir do Modelo com Mínimos Quadrados Ordinários	50
Tabela 4: Resultados obtidos a partir do Modelo com Efeitos Fixos.....	51
Tabela 5: Resultados obtidos a partir do Modelo com Efeitos Aleatórios	53
Tabela 6: Resultados do Teste de Hausman.....	55
Tabela 7: Lista de Eventos Legislativos da SOX.....	57
Tabela 8: Lista de Eventos Legislativos da SOX.....	58
Tabela 9: Lista de Eventos Legislativos da SOX.....	59

INTRODUÇÃO E OBJETIVOS DA PESQUISA

A evolução do sistema capitalista fez com que a questão da propriedade de empresas se tornasse cada vez mais complexa. O crescimento das empresas e a conseqüente necessidade de financiamento produtivo fizeram com que algumas delas deixassem de lado a estrutura familiar ou individual de controle e optassem pela divisão da propriedade das empresas, incorporando novos sócios. Uma das formas adotadas para se fazer isso foi a emissão de ações. Os resultados dessa abordagem acionária à estrutura de propriedade das empresas foram diversos, e uma de suas inegáveis conseqüências foi que, pouco a pouco, a questão da divisão entre propriedade e controle passou a ser mais relevante. A desconcentração da estrutura de propriedade nas empresas fez com que surgissem conflitos de interesse entre os gestores das empresas e os proprietários que não exercem controle. Esses conflitos são tratados pela teoria de agência por Jensen e Meckling (1976), em que se constata que não há como precisar o que os gestores fazem quando têm alguma decisão a tomar que ponha em conflito os interesses dos acionistas e os próprios interesses, ou seja, os gestores têm poderes que permitem que, por vezes, eles ajam de forma a atender seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas.

Tentando sanar esse conflito é que se buscam mecanismos que possam dar a garantia da maximização dos lucros dos referidos acionistas. Uma dessas tentativas, que ocorreu por conseqüência de escândalos contábeis ocorridos nos Estados Unidos em 2001, foi a criação nos Estados Unidos da lei Sarbanes-Oxley, com o objetivo de melhorar a qualidade da disponibilização de informações contábeis da empresa para os acionistas e, dessa forma, aumentar a confiabilidade pública sobre a saúde financeira das empresas.

Esse trabalho faz uma adaptação à realidade brasileira de parte do estudo feito por Zhang (2005) em “Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”. A exemplo da tese de doutorado de Zhang (2005), esse trabalho investiga as conseqüências econômicas do Sarbanes-Oxley Act (SOX) através de um estudo das reações de mercado a eventos legislativos relacionados com a SOX, tratando, no caso desse trabalho, de dados de empresas brasileiras com ADRs listadas no mercado americano. Observamos que o retorno cumulativo anormal próximo dos eventos legislativos relevantes para o SOX é significativamente negativo. Por outro lado, dada a impossibilidade de isolamento do efeito de alguns eventos

legislativos, não é possível concluir que o excesso de retorno acumulado negativo encontrado nas datas dos eventos deve-se exclusivamente a custos do SOX.

Na seção 1 é feita uma revisão bibliográfica, tratando da questão da governança corporativa em 1.1 e do mecanismo de solução introduzido pela SOX em 1.2. Na seção 2 é feita a especificação metodológica, em que são descritas as hipóteses, métodos, dados e especificadas as regressões. Na seção 3 é feita a análise dos resultados apresentados por cada modelo especificado, além de uma avaliação geral. Na seção 4 são apresentadas as conclusões do estudo.

1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

1.1 Governança Corporativa

Na administração de grandes empresas iniciou-se um conflito entre os acionistas e os gestores. Não se pode garantir que os gestores estarão sempre trabalhando em linha com os interesses dos acionistas, vis a vis seus próprios interesses. Tentando sanar esse conflito é que se buscam mecanismos que possam dar a garantia da maximização dos lucros dos referidos acionistas.

Segundo Hitt et al. (2001 *apud* ANDRADE; ROSSETI, 2004, p.24): "Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Nesse sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações a geração de valor e a destinação de resultados".

O primeiro problema aparece quando as decisões tomadas pelos gestores vão ao encontro de interesses próprios, pois tendem a enfocar sua utilidade pessoal em detrimento ao valor corporativo. Segundo Blair (1999 *apud* ANDRADE; ROSSETI, 2004, p.24) "A governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível". Esse tema é discutido por diversos autores pelo mundo, como veremos na seção de *Debates Regionais sobre a Governança Corporativa*. Da extensa discussão sobre a governança corporativa, surgiu o termo *conflito de agência*, sendo definido como o conflito entre o administrador (agente) e acionista (principal).

Jensen e Meckling (1976, p.308) definem um relacionamento de agência como "um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar uma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente". Essa abordagem contratual será descrita nas seções que tratam de contratos de incentivo e contratos de dívida.

Fez-se necessário, a partir da constatação da possibilidade do agente trabalhar em próprio interesse, que houvesse um monitoramento das atividades dos executivos, podendo ser até por meio do estabelecimento de incentivos contratuais apropriados a eles. Surgem, então, os chamados custos de agência, que acabam sendo os custos de alinhamento dos interesses dos gestores com os interesses dos próprios acionistas.

Segundo Jensen e Meckling (1976 *apud* ANDRADE; ROSSETI, 2004, p.107), os custos de controle das ações gerenciais são definidos “como a soma dos quatro (custos) a que os acionistas se dedicam para contrapor seus direitos absolutos de propriedade ao poder outorgado pelos gestores:

1. Os custos de elaboração e estruturação de contratos, aqui se incluindo os não formalizados por escrito, mas que resultam de acordos que estão sendo celebrados no dia-a-dia do processo de gestão.
2. Os custos de monitoramento permanente dos outorgados, aqui incluídos os assumidos com todos os órgãos colegiados que se constituem internamente, como conselhos de administração e seus comitês, conselhos fiscais e auditorias.
3. Os custos com sistemas complexos de informações gerenciais, onerosos não só quanto à inteligência exigida em sua construção, mas quanto aos dispêndios exigidos para sua manutenção, disponibilização e análise.
4. Os custos com sistemas de incentivos que possam de alguma forma harmonizar os seus interesses, imperfeitamente simétricos com os dos gestores.

A fim de tentar garantir que os seus fundos não serão expropriados ou perdidos em projetos que não sejam atrativos é que se buscam contratos completos, tentando abranger todas as possibilidades de uso desse capital¹. Citando Jensen (2001, p.1) essa visão contratual terá que abranger contrato entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de recursos e capital. Deveria haver uma forma de assinatura de um contrato completo que fizesse com que o agente tivesse delimitado e especificado o que deveria fazer a cada instante, e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. Segundo Jensen (2001, p.33), “é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”. Segundo Zingales (1998, p.16), esse debate sobre governança corporativa não existiria se as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos.

Além da questão dos contratos incompletos, descrita por Hart e Moore (1990), a abertura de capital dá margem a que acionistas da empresa desconheçam quais seriam as decisões a serem tomadas pelos executivos da empresa de forma a alocar os recursos de forma ótima. Esse fato aumenta ainda mais o livre arbítrio e a possível atitude discricionária do

¹ Esse é um elemento essencial da chamada visão contratual da empresa, desenvolvida, entre outros, por Coase (1937), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983).

agente em termos da tomada de decisão na empresa. Segundo Jensen (2001, p.33 e p.57), o problema de agência é maior quanto maior for o excesso de caixa das empresas e quanto menores forem as possibilidades de investimento. Nessas condições, o agente tende a dar prioridade aos chamados *projetos de estimação* (*pet projects*), que geralmente atendem a interesses diferentes dos acionistas. A variação anormal dos preços de ações sinaliza se a atitude do administrador foi feita em favor dos acionistas (aumento dos preços) ou no interesse dos gestores (queda dos preços). Assim, fica evidenciado o comportamento gerencial inadequado através do estudo de evento (Shleifer e Vishny, 1997, p.746).

O livre arbítrio dos gestores pode expropriar a riqueza dos investidores de diversas formas, por conta de possuírem mais informações e poder do que os investidores. Possuindo mais informação do que os investidores, os gestores podem convencê-los a permitir o investimento de fluxos de caixa livres em projetos que não necessariamente agregam valor, por vezes com o objetivo de atender interesses pessoais ou de favorecer e/ou promover colegas que sejam responsáveis pelas áreas da empresa a que os recursos livres se destinariam. Tratando ainda das questões em que os gestores têm mais informação do que os investidores, os gestores podem promover práticas ilegais na empresa a fim de criar um sistema em que parte dos recursos não seja contabilizada e, dessa forma, roubar os lucros da empresa. Também é possível que os gestores beneficiem empresas-clientes ou fornecedores com informações privilegiadas, de forma a facilitar a negociação de preços de produtos ou serviços comprados ou vendidos e transferir parte da riqueza dos investidores para essas empresas, das quais pode ser controlador, proprietário ou mesmo as tais empresas serem controladas por pessoas interessadas a dividir esses benefícios com os controladores que participarem de tal prática. Os gestores podem, também, levar a empresa a tomar recursos e ter despesas financeiras desnecessárias em troca de benefícios pessoais que podem ser oferecidos por alguns credores específicos. Tratando da questão do poder excessivo dos gestores, eles podem determinar benefícios e remunerações abusivos para si próprios ou mesmo contratar amigos ou membros de sua família para funções para as quais estes não estejam qualificados.

Segundo Silveira (2005), as possibilidades pelas quais os executivos expropriam a riqueza dos investidores podem se encaixar em:

- Diversificação excessiva da empresa;
- Crescimento maior do que o necessário, com o reinvestimento do fluxo de caixa livre em projetos que não agregam valor;

- Determinação de remuneração abusiva para si próprios;
- Roubo dos lucros;
- Venda de produção, ativos ou títulos da empresa abaixo do preço de mercado para outra empresa da qual são controladores (*tunelling*). Esse mecanismo, mesmo quando legal, causam para o acionista o mesmo efeito que o roubo;
- Pela designação de membros da família desqualificados para posições gerenciais (nepotismo);
- Pelo empreendimento de projetos devido a seu gosto pessoal, descartando estudos técnicos de viabilização (*pet projects*);
- Pela resistência à liquidação ou a fusão vantajosa para os acionistas;

Além e acima das formas expostas, há ainda a proteção da sua posição, ficando no emprego mesmo quando há administradores mais competentes ou qualificados para o seu cargo. A redução de recursos que os investidores esperariam aplicar *ex ante* para fomentar os negócios da empresa fica diretamente ligada ao oportunismo gerencial, segundo Williamson (1985) e Grossman e Hart (1986).

Além do conflito entre agentes e principal, há o conflito da presença de grandes acionistas e minoritários, gerando um outro conflito de agência. Isso aparece principalmente na compra de ações no bloco de controle das empresas agregando-se um determinado prêmio. Caso houvesse equidade de valores, não haveria esse prêmio para os blocos de ações que levam ao controle da empresa. Esse conflito entre minoritários e majoritários é o principal conflito de agência que ocorre no Brasil. O assunto será retomado no capítulo 1.4.4, que trata da governança corporativa no Brasil.

1.1.1 Contratos de incentivo e dívida

Para buscar a cooperação extrema dos gestores, foram criados dois modelos de contrato: o de incentivo e o de dívida, embora se saiba *a priori* que nenhum contrato será abrangente o suficiente para se prever todas as possíveis contingências ao uso dos recursos e tomada de decisões na empresa. Segundo (Shleifer e Vishny, 1997, p.745), o principal problema do contrato de incentivo é a criação por parte dos gestores de um enorme potencial de ganhos extras, mais ainda quando negociam seus contratos com conselhos de administração passivos ou dominados pelos gestores.

Neste item, ressaltase o papel da contabilidade na governança corporativa, pois é através da manipulação desses números e o prévio conhecimento da política de investimento por parte dos gestores que é possível manipular os contratos de forma a maximizar os seus interesses pessoais em detrimento dos interesses corporativos e, por conseguinte, dos acionistas.

Tratando-se dos contratos de dívida, o proponente (principal) obriga, via contrato, o gerente (agente) a obter fluxos de caixa futuros, nos patamares e datas estabelecidos, sob a pena de execução de colaterais alienados ao proponente, bens pessoais ou mesmo a falência da empresa. Os principais problemas do contrato de dívida consistem na possibilidade das empresas deixarem de empreender bons projetos devidos a compromissos contratuais de não aumentar seu financiamento com terceiro e a obrigatoriedade imposta por credores de a empresa liquidar seus ativos em situações nas quais não seria economicamente eficiente tomar essa decisão².

1.1.2 Debates regionais sobre a Governança Corporativa

O ambiente institucional no qual as empresas estão inseridas é uma marca nas diferenças entre os melhores sistemas de Governança Corporativa no mundo, entre eles os modelos anglo-saxão, americano, alemão e japonês. Mas as diferenças entre eles são provavelmente menores do que as diferenças com relação a outros países menos desenvolvidos. De acordo com Pagano, Panetta e Zingales (1998, p.40), os mecanismos de governança corporativa da Itália são tão subdesenvolvidos que atrasam substancialmente o fluxo de capital externo para as empresas. O argumento de Barca (1965) é que a limitação no grau de separação entre propriedade e controle e a grande estabilidade dos controladores nas empresas dificultam a presença de um mercado de aquisição hostil, obstruindo as reestruturações necessárias e limitando as oportunidades pessoais. Isso também acontece em países do antigo bloco socialista, onde encontramos mecanismos de governança corporativa igualmente precários. Já no caso brasileiro, apesar de as principais formas de constituição das companhias abertas no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais e subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança, a análise de pesquisas realizadas pelo IBGC (2001) e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) permite

² Alguns modelos que incorporam a questão do contrato de dívida são apresentados por Stulz (1990), Harris e Raviv (1991) e Hart e Moore (1990).

traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas brasileiras listadas em bolsa, como veremos na seção que trata da governança corporativa no Brasil.

1.1.2.1 Estados Unidos

O movimento em torno da governança corporativa nos Estados Unidos surgiu em meados da década de 80 como reflexo a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza de acionistas por parte dos executivos que, naquela época, dominavam os conselhos de administração. Carlsson (2001, p.25) ressalta o papel pioneiro do fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, *California Public Employees Retirement System (CALPERS)*, como o precursor desse movimento de governança corporativa. Foi elaborada uma relação de problemas a serem estudados para que se fizesse frente às resoluções que deveriam ser tomadas pelo conselho em relação aos gestores, incluindo-se aí o aumento excessivo do salário dos executivos e os arranjos chamados *poison pills* – diversas maneiras de evitar ofertas de compras hostis.

Inicialmente, em 1985, houve a criação do conselho dos investidores institucionais (*Council of Institutional Investors – CII*), cujo objetivo era atuar junto aos interesses dos investidores institucionais e foi importante na atuação como *lobby* para alterar a legislação americana, resguardando melhor, assim, os interesses dos acionistas. O *CALPERS* passou também a monitorar a governança corporativa das empresas usando a mídia para apresentar suas deficiências, tais como conselhos passivos ou pagamentos de salários excessivos aos executivos. Face a isso, os investidores passam a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais dos acionistas, o que fez aumentar o número de conselheiros independentes.

O problema de governança corporativa de *CALPERS* acaba por apresentar três fatores que se apresentam ao mesmo tempo:

1. Criação de valor e o papel do conselho;
2. Exposição dos direitos gerais dos acionistas;
3. Exposição do abuso de poder dos gestores.

Segundo Bhagat e Black (1999, p.923) atualmente quase todas as empresas americanas possuem maioria de membros externos no conselho (não-executivos), sendo que a maioria já possui, inclusive, maioria de membros independentes (conselheiros profissionais) em seus conselhos.

Embora seja guardado o papel fundamental, o *CALPERS* não mudou sozinho o panorama de governança corporativa nos Estados Unidos. Incluem-se aí o *CII*, o *ISS* (*Institucional Shareholder Services*) e o *TIAA – CREF* (*Teacher’s Insurance Annuity Association – College Retirement Equities Fund*). Essas instituições elaboraram códigos que deveriam ser seguidos pelas empresas, condicionando a compra de ações ao cumprimento desses códigos.

Pesquisa realizada em 1994 pelo *CALPERS* com as 300 maiores companhias dos Estados Unidos mostra que mais da metade delas desenvolvia ou já havia desenvolvido diretrizes de governança corporativa.

Em 2002, foi criada a Lei Sarbanes-Oxley, em reação a uma série de escândalos contábeis ocorridos em 2001³. Zhang (2005) fez um estudo sobre os efeitos econômicos dessa lei em empresas americanas. Esse assunto será retomado mais adiante, pois a replicação de parte desse estudo para empresas brasileiras é o tema central desse trabalho.

1.1.2.2 Reino Unido

Segundo Carlsson (2001, p.51), no final da década de 80, no Reino Unido, uma série de escândalos nos mercados corporativo e financeiro levou o governo do partido conservador a deixar claro que, caso o próprio mercado não se estruturasse para a prevenção de novos escândalos, seriam tomadas medidas legislativas cabíveis. Como reflexo disso, houve a formação de um comitê destinado a revisar os aspectos de governança corporativa relacionados às práticas de contabilidade e os relatórios financeiros pela Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange). O comitê Cadbury⁴ publica em dezembro de 1992 um relatório, marco inicial da governança corporativa no país: *The Financial Aspects of Corporate Governance*.

Em 1995, foi criado o comitê *Greenbury*, com o objetivo de abordar questões que não foram solucionadas, principalmente no tocante à remuneração dos executivos e conselheiros. Em novembro do mesmo ano, em conjunto de diversas entidades, a Bolsa de Valores de Londres cria o grupo denominado *Hampel*, que pretendia revisar o relatório *Cadbury* e

³ Enron e WorldCom são exemplos de grandes empresas envolvidas nos escândalos contábeis.

⁴ O Comitê Cadbury tem seu próprio conceito de governança corporativa. Segundo o comitê Cadbury (1992 *apud* ANDRADE; ROSSETI, 2004, p.24) “A governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas”.

aproveitar os principais pontos do comitê *Greenbury*. Além disso, discutiu a principal responsabilidade do conselho de administração, definindo-o como o órgão que deve promover o aumento da prosperidade das empresas a longo prazo. Após o recebimento de sugestões da sociedade civil, foi lançado com o título de *Combined Code*, em julho de 1998, sendo incorporado como uma das exigências da Bolsa de Valores de Londres para a listagem das companhias.

1.1.2.3 Alemanha

Segundo Carrson (2001, p.62), o sistema de governança corporativa alemão possui as seguintes características:

- Ao invés da maximização da riqueza dos acionistas, deverá haver um modelo de equilíbrio dos interesses de todos os públicos envolvidos com a companhia (*stakeholders*);
- O papel limitado do mercado de capitais no fornecimento de capital de risco;
- Gestão coletiva das empresas.

O modelo alemão de industrialização, regulado e controlado pelo Estado, é que leva à busca pelo equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* (empregados, credores, fornecedores, etc.). Companhias com mais de 2000 empregados devem possuir metade dos seus membros do conselho superior composto por representantes dos empregados. Carrson (2001, p.63) infere que esse modelo de equilíbrio foi reforçado pelos traumáticos acontecimentos ocorridos no século XX, como duas guerras mundiais, hiperinflação, reformas monetárias, unificação das Alemanhas, que levam ao consenso e colaboração como importantes valores sociais.

A bolsa alemã (*Deutch Börse*) é pequena sob todos os aspectos. Em 1998, sua capitalização em relação ao PIB alemão era de 51%, contra 167% da bolsa de Londres em relação ao PIB inglês. Em contrapartida a esse pequeno mercado de ações, há um grande desenvolvimento no mercado de crédito, com forte participação dos bancos nas empresas, mantendo aspectos do século XIX, quando os grandes bancos passaram a fornecer, além do capital de curto e longo prazos, o capital de risco, também exercendo funções de proprietários ativos das empresas.

Segundo Carrson (2001, p.64), no século XX a sociedade alemã enfrentou problemas advindos de raízes históricas, devido à existência de líderes com poder excessivo. Surge a partir daí a necessidade de uma gestão coletiva das empresas, através de um presidente que representasse a empresa externamente e também orientasse o trabalho dos membros do

conselho, dividindo com esses membros as decisões e não possuindo, portanto, o papel de principal tomador de decisões⁵.

A Alemanha, a fim de participar da globalização, forçou cada vez mais suas empresas a adotar os padrões internacionais de governança corporativa. As exigências do mercado internacional levaram as empresas alemãs a adotarem certas regras de transparência e divulgação de informações para que tivessem acesso às bolsas de Nova York (*New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*). Em 1997, houve o fortalecimento do mercado de ações alemão, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da Bolsa Alemã de Frankfurt. Atualmente, a maioria das aberturas de capital da Alemanha acontece através da *Neuer Market*, por possuir regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores.

1.1.2.4 Japão

Já no Japão, há um outro fator que não existe nos outros sistemas empresariais pelo mundo: a garantia de emprego vitalício para seus funcionários. Segundo Carrson (2001, p.80), em vez de maximização dos lucros, acaba acontecendo a priorização das metas de crescimento absoluto e de participação do mercado.

Como forma de sobrevivência, as modernas empresas japonesas tendem a abandonar a política de emprego vitalício. Conglomerados de várias empresas e bancos unidos por redes de participações cruzadas entre eles é outra característica do sistema corporativo japonês: o *keiretsu*. Os financiadores dos conglomerados acabam por serem os próprios bancos, que participam duplamente do fomento mercantil, através de empréstimos e compra de ações das empresas. Essa participação incisiva é devida à baixa taxa de juros e reduzido custo dos recursos, o que leva à diminuição do incentivo pela priorização da lucratividade.

O conceito de um único conselho de administração é típico das grandes empresas japonesas, cuja composição é de executivos da companhia, indicados como recompensa por serviços prestados. A utilização desse conceito acaba por inchar, com cerca de 50 membros, os conselhos administrativos das companhias japonesas. O presidente da companhia soma a função de homem forte do conselho e selecionador dos novos conselheiros, possuindo mais

⁵ No Brasil, encontramos o diretor executivo ou *Chief Executive Officer* americano, que possui esse papel de tomador principal de decisões, ou seja, no Brasil existe a tradição de decisões corporativas centralizadas.

poderes do que o presidente do conselho. Conclui-se que com esse número excessivo de membros, e composição exclusivamente interna, a função da maioria acaba sendo puramente cerimonial, sendo ineficaz para a agregação de valor para a governança corporativa.

Em 1997, a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organizations*) publica *Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa (Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance)*, relatório esse que reconhece a necessidade de se adaptar aos padrões internacionais de governança corporativa para fazer a manutenção da competitividade do país no século XXI. O relatório sugere a adoção de diretrizes próprias de governança e melhora do funcionamento do conselho de administração. Ampliar a função dos auditores e melhorar a transparência das informações ao mercado acaba por ser também uma questão bastante relevante.

O Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Fórum of Japan*) traz em 1998 um relatório denominado *Princípios de Governança Corporativa – Uma Visão Japonesa (Corporate Governance Principles – A Japanese View)*. Além de incorporar a base do britânico *Combined Code*, esse relatório ofereceu uma explicação formal para a recomendação da diminuição do tamanho dos atuais conselhos de administração e exigiu das empresas explicação formal do caso de o presidente da empresa acumular também a função de selecionador de membros do conselho. Algumas empresas como a Sony já se anteciparam, reduzindo para dez o número de membros do conselho, que é um exemplo a ser seguido por outras corporações, atendendo o relatório que solicita a evolução para o código de governança a ser seguido por outras empresas.

1.1.2.5 França

Encontramos uma peculiaridade na França, pois apresenta dois sistemas de governança corporativa, segundo Charkham (1994 *apud* CARLSSON, 2001, p.70). O sistema I é caracterizado por um único conselho e por um líder que acumula os cargos de presidente do conselho e diretor executivo, *President Directeur Générale* (PDG). Nesse sistema, existe a legalidade a ser observada, pois os cargos de diretor executivo e presidente do conselho não podem ser separados.

Um pequeno percentual das empresas francesas apresenta dois conselhos, no chamado sistema II: Conselho de Administração (*Conseil de Surveillance*) e o Conselho de Gestão (*lê Directoire*).

Desde o início da industrialização francesa, principalmente nos serviços de utilidade pública, como eletricidade e ferrovias, se faz presente o Estado por meio de controle direto das empresas. Nos anos 90, com a privatização ocorrendo em forte onda, a presença do Estado se tornou cada vez menor.

Pela presença do PDG e da forte presença estatal, o sistema francês ainda não se enquadra nos padrões de transparência, responsabilidade e preocupação com todos os acionistas, solicitados pela maioria dos códigos de governança corporativa. Como seu mercado de capitais é muito dependente de investimentos institucionais estrangeiros, há uma forte tendência de que as empresas francesas se adaptem e adotem melhores práticas de governança corporativa internacionais.

Em 1995, foi elaborado o relatório *Vienot*⁶, em homenagem ao líder da comissão e PDG do Banco *Société Generale*, Marc Vienot, cujo objetivo era aproximar a governança corporativa francesa aos padrões internacionais.

Os relatórios *Vienot* são considerados marcos na governança corporativa francesa, abordando questões como a proposta da separação dos cargos de presidente do conselho e presidente de diretoria, o PDG, e aconselham a constituição de comitês nos conselhos de administração, a presença mínima de conselheiros independentes e divulgação do montante e forma de remuneração da diretoria executiva e conselho administrativo.

1.1.3 Comparação entre países

Para que se comparem os sistemas de governança corporativa são comparados os tipos de instituições que atuam como principais financiadores dessas empresas. Allen e Gale (2000) apresentam essa separação por sistemas corporativos cujo sistema de governança está centrado no mercado (como nos Estados Unidos e Reino Unido) ou nos bancos (Alemanha e Japão). Essas comparações são feitas para que a avaliação dos regimes de governança corporativa busque formulação de propostas políticas para sua melhoria.

Nos anos 80, a governança corporativa centrada em bancos era considerada superior, quando a economia japonesa ia bem. Conforme argumento de Porter (1992), os bancos não teriam uma visão tão imediatista, possibilitando às empresas decisões cujo retorno seria a longo prazo. De acordo com essa visão, corroborada por Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991),

⁶ Em 1999, lançou-se um segundo relatório com o mesmo nome, mais aprimorado.

os bancos forneceriam recursos para empresas com problemas de liquidez, evitando custos causados por problemas financeiros.

Em 1990, o pêndulo se moveu para outro lado: a economia japonesa entra em dificuldade. Os bancos japoneses faziam grandes empréstimos para as empresas em declínio, numa tentativa de reestruturação total. Nesta linha, Morck e Nakamura (1999) afirmam que os bancos fizeram conluíus com gestores, a fim de deter ameaças externas ao seu controle, ao invés de facilitar a governança corporativa. La Porta et al. (2000b, p.18) considera infrutífero esse tipo de comparação entre sistemas de governança corporativa centradas em bancos ou no mercado de ações. Os autores afirmam que é mais eficaz a explicação dada para essas diferenças usando para isso os fatores de proteção legal oferecidos aos investidores de recursos e as diferenças de poderes e direitos dos investidores.

Shleifer e Vishny (1997, p.739) focam o estudo na capacidade que algumas empresas têm de captar recursos sem dar em troca nenhum poder aos investidores, usando para isso sua reputação no mercado de capitais ou otimismo excessivo dos investidores. Esse acontecimento é esporádico e acompanha os ciclos do mercado financeiro. Na maioria das vezes, há necessidade de concessão de poder aos investidores em troca de recursos. Uma dessas formas de concessão é a efetiva proteção legal contra expropriações dos gestores e acionistas controladores. Outra possibilidade de mecanismo é a concentração da propriedade em grandes investidores, já incentivados, cedendo direito de controles para diminuir o problema de agência gerencial. A combinação desses mecanismos acaba sendo um bom sistema de governança corporativa.

Os sistemas mais desenvolvidos encontrados, como dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão, já utilizam essa combinação. Segundo La Porta et al. (2000b, p.23), Estados Unidos e Reino Unido vão além, por possuírem um sistema legal de garantia aos acionistas relativamente maior do que aos credores. Apenas em situações temporárias, em processo de aquisição, é que encontramos uma concentração de propriedade. A Alemanha dá aos credores mais direitos do que os Estados Unidos, e os direitos dos acionistas são mais fracos. Possui, portanto, a Alemanha, um sistema de governança corporativa caracterizado por grandes investidores (grandes acionistas e bancos), mas baixa participação de pequenos acionistas. Já o Japão fica entre os Estados Unidos e a Alemanha no grau de proteção de acionistas e credores, conseguindo, dessa forma, grandes investidores de longo prazo quanto o mercado de pequenos investidores desenvolvido.

São vários os sistemas de governança corporativa, com méritos e, mais importante do que uma comparação para classificação qualitativa, devem ser ressaltadas as diferentes combinações de proteção e concentração de propriedade⁷. Em outras partes do mundo, não se encontra grande eficácia nessa proteção aos investidores tanto por ineficiência de leis próprias quanto pela fragilidade no cumprimento das leis existentes. A Itália pode ser tomada como exemplo, pois há dificuldade na tomada de recursos externos por conta de que as grandes empresas se mantêm ainda controladas por famílias⁸.

A maioria dos sistemas de governança corporativa no mundo parece estar mais próxima do da Itália do que dos Estados Unidos, Alemanha e Japão. O resultado da falta de proteção legal aos investidores é que leva países como o Brasil a encontrar recursos por meio de bancos estatais, existindo, então, uma grande concentração da propriedade.

As instituições econômicas legais dos países afetam sobremaneira o sistema de governança corporativa adotado pelas empresas. Essas instituições podem ser alteradas para mais ou menos eficientes através de um processo político. O Estado, como no Brasil, pode atuar de forma decisiva no aprimoramento da governança corporativa das empresas, tornando relevante o aumento da proteção legal aos investidores e fomento do desenvolvimento do mercado de capitais.

1.1.4 A Governança Corporativa no Brasil

A governança corporativa no Brasil é definida pelo IBGC (2004 *apud* ANDRADE; ROSSETI, 2004, p.24) 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 sua perenidade”.

Pode-se traçar um modelo geral de governança corporativa para as empresas listada em bolsa, apesar de as principais formas de constituição de companhias no Brasil (empresas privadas nacionais, estatais, subsidiárias de multinacionais) gerarem diferentes modelos de governança. Segundo o IBGC (2001 *apud* SILVEIRA, 2005, p.56) e pela McKinsey &

⁷ O assunto é discutido de forma detalhada por Becht et al. (2003, p.59-62)

⁸ Pagano, Panetta e Zingales (1998, p.28) descrevem essas dificuldades. Barca (1995 *apud* SHLEIFER; VISHNY, 1997, p.740) descrevem também a dificuldade de se obter financiamento via bancos na Itália.

Company e Korn/Ferry International (2001 *apud* SILVEIRA, 2005, p.56), temos as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
- Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores, alinhados por meio de acordos de acionistas, para resolução de questões relevantes;
- Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
- Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros de conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
- Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares;
- Escassez de conselheiros profissionais no conselho de administração;
- Remuneração dos conselheiros como fator pouco relevante;
- Estrutura informal do conselho de administração, com a ausência de comitês para tratamento de questões específicas como auditoria ou sucessão.

No Brasil, segundo Mônaco (2000, p.133), os acionistas controladores detêm, em média, 88% das ações com direito a voto emitidas. Leal e Valadares (1999, p.38), constataam que o maior acionista possui, em média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores acionistas juntos possuem 78% das ações. Essa característica, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, expõe o principal conflito de agência no país: entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores.

Outra característica é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto. Leal e Valadares (1999, p.38-39) afirmam que 89% das companhias abertas compreendem 44% de capital de companhias abertas, que lançam mão de emitir um número menor de ações ordinárias e um número muito maior de ações preferenciais. A grande maioria dos investidores é possuidora de ações preferenciais (PN), sem direito a voto. Em contrapartida, uma minoria mantém o controle da companhia por possuir ações ordinárias, com direito a voto (ON), sem que tenha feito investimentos na mesma proporção que os acionistas preferenciais. Como a indicação para membros do conselho parte de acionistas ordinários, fica comprometida a independência desse conselho, que seria trabalhar para o cumprimento de suas atribuições legais de gerenciamento em prol do interesse de todos os acionistas.

Já nas empresas familiares, encontramos uma incidência de administradores não profissionais. É comum que essa indicação tenha cunho pessoal e particular, prejudicando, assim, a qualidade das estratégias administrativas.

Segundo Silveira (2005, p.57), “Nas companhias abertas recém-privatizadas ou subsidiárias de multinacionais, o conselho em grande parte é composto por executivos estrangeiros da matriz, com pouca disponibilidade para tratamento das questões da subsidiária nacional”.

Nas empresas estatais, a administração acaba sendo ocupada por partidarismo político, o que pode implicar em falta de especialização específica ou falta de competência por parte do administrador. Além dessa questão, há um importante excedente de pessoal: 2,5 conselheiros a mais do que as empresas de controle privado nacional. (MONACO, 2000, p.158).

Percebe-se que esse grupo de empresas tem por característica comum a formação de conselhos constituídos por pessoas não profissionais, ineficientes, portanto incapazes de defender os interesses dos acionistas de forma ótima.

Como resultado, Leal e Valadares (1999, p.38-39) argumentam que a emissão de ações preferenciais atua como principal mecanismo entre a propriedade e o controle nas companhias, o que leva esses acionistas majoritários a conseguirem o controle, mesmo tendo uma participação menor no capital da empresa, conseguindo, assim, incentivo para expropriação dos valores pertencentes aos pequenos investidores.

1.1.4.1 Propriedade, controle de votos e desempenho corporativo

A questão da propriedade, controle de votos e desempenho corporativo foi dividida por Becht et al. (2003, p.63-64) em quatro “gerações” de estudos empíricos que testaram a proposição de que há uma ligação entre a dispersão da propriedade, controle de votos e desempenho corporativo (valor). A primeira geração testou a hipótese de que o livre-trânsito entre acionistas dispersos conduz ao desempenho inferior da companhia. Começando com Monsen et al. (1968 *apud* Becht et al., 2003, p.63) e Kamerschen (1968 *apud* Becht et al., 2003, p.63), numerosos autores fizeram regressões de medidas de desempenho, como taxas do lucro e retornos de recursos, em *dummies* de controle corporativo do tipo Means–Larner ou Gordon⁹. Na maioria de regressões, a dummy não era significativa e os autores têm rejeitado a

⁹ Uma corporação era classificada como controlada por gerente se não tivesse um acionista conhecido detendo ao menos 5% das ações ON. Casos entre 5 e 20% foram classificados como conjuntamente controlados por gerente e acionistas minoritários e a 12ª companhia foi dividida para cada categoria. Berle e Means (1932)

hipótese que uma maior dispersão resulta em um desempenho mais baixo, como apontado por Short (1994) e por Gugler (2001). O método foi aplicado também em outros países por Radice (1971), Steer e Cable (1978), Cosh e Hughes (1989), Leech e Leahy (1991), encontrando que as empresas controladas por proprietários têm desempenho significativamente pior do que empresas com administração profissional no Reino Unido¹⁰. A lucratividade é mais elevada com controle familiar na França (JACQUEMIN; De GHELLINCK, 1980 *apud* Becht et al., 2003, p.63)¹¹.

Demsetz e Lehn (1985 *apud* Becht et al., 2003, p.63) explicam que a concentração da posse é endógena. Algumas empresas requerem um grande controle dos acionistas enquanto outras não. Eles argumentam que, sem contar essa endogeneidade, é esperado que uma regressão da performance da empresa em uma dummy de controle numa cross-section de firmas heterogêneas não produza uma relação estatisticamente significativa se a combinação de performance de propriedade observada for eficiente. Seguindo Stulz (1988 *apud* Becht et al., 2003, p.63), uma segunda geração dos estudos foca a participação dos gerentes na sociedade e considera os efeitos de ameaças de *takeover*. A hipótese é a uma relação truncada entre a concentração da propriedade e a capitalização do mercado. O valor da empresa inicialmente cresce quão maior a concentração de propriedade interna seja alinhada com os incentivos, mas eventualmente decresce quando a probabilidade de *takeover* hostil diminui. A mesma relação vale para quando a propriedade é externa, ou seja, no caso de os gerentes não participarem da sociedade. Morck, Shleifer e Vishny (1998 *apud* Becht et al., 2003, p.63) encontram alguma evidência de tal relacionamento. Similarmente, McConnell e Servaes (1990 *apud* Becht et al., 2003, p.63) encontram um máximo de 40-50% na propriedade (controlando propriedade por investidores institucionais e blockholders). Short e Keasey (1999) encontram resultados similares para o Reino Unido¹².

usaram a mesma definição. Gordon (1945) argumentou que deveríamos falar sobre separação de propriedade e liderança ativa. “Ordinarily the problem is stated in terms of the divorce between ownership and “control”. This last word is badly overused, and it needs to be precisely defined [...]. Our procedure [...] will be to study the ownership of officers and directors and then to ascertain the extent to which non-management stockholdings are sufficiently concentrated to permit through ownership the wielding of considerable power and influence (control?) over management by an individual, group or another corporation” (GORDON, 1945, p. 24, nota de rodapé 20).

¹⁰ Holl (1975) não encontrou diferença significativa entre empresas controladas por proprietários ou gerentes.

¹¹ Ver Gugler (2001) para maiores detalhes.

¹² Eles encontram um máximo de propriedade interna de 15,6% e um mínimo de 41,9%.

A terceira geração continua a testar a hipótese de Stulz, mas melhora vastamente a econometria, mostrando causalidade reversa¹³. Usando variáveis instrumentais e técnicas de painel os estudos indicam que o desempenho corporativo é causador de propriedade por conta dos gerentes (KOLE, 1995, CHO, 1998 *apud* Becht *et al.*, 2003, p.64], ou ambos determinados por variáveis similares (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999 *apud* Becht *et al.*, 2003, p.64), ou nenhum relacionamento entre a propriedade e o desempenho (DEMSETZ; VILLALONGA, 2001 *apud* Becht *et al.*, 2003, p.64). O impacto do desempenho corporativo na propriedade por conta dos gerentes não é significativo.

Uma abordagem alternativa procura instrumentos nas instituições onde a concentração de propriedade não é endógena, por exemplo, nas cooperativas com muitos membros. Entretanto, estes estudos são passíveis de sofrer de outras distorções, na seleção particular da amostra (por definição) e em variáveis faltantes¹⁴. A quarta geração retorna à especificação e à econometria da primeira geração, mas adicionam duas variáveis faltantes, o sistema legal e os direitos a votos associados em excesso aos direitos a fluxos de caixa. Eles não encontram nenhum efeito para países europeus (FACCIO; LANG, 2002 *apud* Becht *et al.*, 2003, p.64) e um efeito negativo para grandes investidores na Ásia (CLAESSENS *et al.*, 2000, *apud* Becht *et al.*, 2003, p.63). La Porta *et al.* (1999b) estimam uma regressão Q para 27 países, mas nem os direitos a fluxos de caixa do bloco de controle nem o sistema legal têm um efeito significativo no valor da empresa. Parece inevitável que um quinto estudo da geração emerja, dirigindo-se aos problemas econométricos da quarta geração.

1.1.4.2 Adequação brasileira ao mercado internacional

Para se adequar ao mercado internacional, a partir dos anos 90, houve a necessidade de elevar as empresas nacionais e motivá-las a uma adoção das práticas de governança corporativa ideal, pressionando o antigo modelo (citado anteriormente), principalmente em relação aos interesses dos acionistas minoritários, objetivando maior transparência das informações e profissionalização dos membros do conselho administrativo. Somando-se a

¹³ “Typical econometric shortcomings of first- and second-generation ownership-performance studies are reverse causality (endogeneity), sample selection, missing variables and measurement in variables. For example, Anderson and Lee (1997) show that many second-generation studies used data from unreliable commercial sources and correcting for these measurement errors can flip the results. See Börsch-Supan and Köke (2002) for a survey of econometric issues” (BECHT *et al.*, 2003, p.63, nota de rodapé 158).

¹⁴ Ver Gorton and Schmid (1999) para maiores detalhes.

essa necessidade, decorrente do aumento da competitividade internacional, algumas iniciativas institucionais e governamentais vêm contribuindo para a melhoria das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras:

- 1995 – IBGC – Criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- 31/12/2001 – Aprovação da lei 10.303, conhecida como a Lei das S.A.;
- Criação dos níveis I e II de governança corporativa e do novo mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- Estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;
- Definição pelo BNDES da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para concessão de financiamentos;

Diante desse cenário favorável da evolução da governança corporativa no Brasil, algumas empresas brasileiras, sobretudo empresas com maior poder econômico, fizeram opção por, além da emissão de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), emitir ações nas Bolsas de Valores de Nova York (*New York Stock Exchange – NYSE*), com o objetivo de ampliar as fontes de financiamento. Dessa forma, além de respeitar as regras de governança corporativa locais, essas empresas passaram a ficar sujeitas às regras da *NYSE*. O advindo da Lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos, trouxe uma série de regras a serem respeitadas, que serão tratadas a seguir.

1.2 Mecanismos de Solução

1.2.1 Ato Sarbanes-Oxley

Com o objetivo de melhorar a qualidade da disponibilização de informações contábeis da empresa para os acionistas e, dessa forma, aumentar a confiabilidade pública sobre a saúde financeira das empresas, foi criada nos Estados Unidos a lei Sarbanes-Oxley.

De acordo com o IBGC¹⁵ (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), a lei Sarbanes-Oxley foi aprovada em julho de 2002 como reação a uma série de escândalos corporativos, como por exemplo os escândalos contábeis das empresas Enron e WorldCom. Possui 1.107 artigos e é a maior reforma da legislação do novo mercado de capitais dos

¹⁵ IBCG. Uma década de governança: história do IBGC, marcos da governança e lições de experiência. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul Editora, Saraiva, 2006.

Estados Unidos desde a promulgação das leis básicas sobre valores mobiliários em 1933 e 1934 por conta da quebra da Bolsa de Nova York em 1929. A lei Sarbanes-Oxley se apresentou como um elemento de renovação das boas práticas de conformidade legal (*compliance*), prestação responsável de contas (*accountability*), transparência (*disclosure*) e senso de justiça (*fairness*).

1.2.2 Efeitos da Lei Sarbanes-Oxley

A lei Sarbanes-Oxley causou repercussão em todo o mundo por dar cunho legal ao que antes era visto como simplesmente um manual de boas práticas, além da severidade das práticas exigidas, tratadas a seguir (FIGUEREDO, 2006, p.1):

- “• Seção 100 - Criação de órgão de supervisão das firmas de auditoria independente (Public Company Accounting Oversight Board - PCAOB), que atua em conjunto com a SEC para normatizar padrões e fiscalizar a atuação técnica e comportamental dos auditores independentes;

- Seção 301 - Requerimentos e normas para constituição de comitê de auditoria e disponibilização de canal de denúncias para o recebimento e tratamento de informações recebidas dos funcionários pelo conselho das organizações, inclusive sobre erros ou irregularidades contábeis;

- Seção 302 - Responsabilização da administração e obrigatoriedade do estabelecimento pelas companhias de controles e procedimentos para elaboração e divulgação de informações financeiras trimestrais e anuais (FORMs encaminhados à SEC);

- Seção 404 - Exigência mais abrangente da Lei, em termos de complexidade de esforços, ao determinar que as companhias devem também estabelecer e manter uma estrutura de controle interno que garanta a adequação dos processos relevantes de negócio ou serviço organizacional com impacto nos relatórios financeiros, cuja avaliação, pela própria empresa, deve ser divulgada anualmente pelo principal executivo e diretor financeiro, além de certificada pelos auditores independentes.”

Dessa forma, as empresas de todo mundo que tenham suas ações listadas na Bolsa de Nova York devem se adequar à lei Sarbanes-Oxley, doravante SOX.

Zhang (2005) investiga as conseqüências da SOX através do estudo das reações de mercado a eventos relacionados à SOX, ocorridos anterior ou posteriormente. No seu estudo, observa que os excessos de retorno acumulados próximos aos eventos legislativos

relacionados com a SOX são significativamente negativos. Observa, também, que os excessos de retorno são relevantemente insignificantes próximo aos eventos relacionados com a implementação da SOX. As evidências encontradas por Zhang (2005) demonstram que os investidores comumente consideram a SOX como sendo custosa e / ou as informações divulgadas pelas empresas em consequência da SOX como sendo más notícias para os negócios. Além dessas evidências, a SOX foi duramente criticada por Alan Greenspan (ex-presidente do Federal Reserve – Banco Central dos Estados Unidos) em uma entrevista realizada em novembro de 2006. As críticas feitas nessa entrevista foram especialmente contra a seção 404 da lei¹⁶, por trazer altos custos para as empresas.

O objetivo desse trabalho é investigar a opinião dos investidores em relação ao *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), através de um estudo das reações de mercado aos eventos legislativos relacionados com a SOX. Foram utilizados os mesmos eventos selecionados por Zhang (2005) em seu trabalho, mas as reações foram estudadas em séries de preços de ações de empresas brasileiras com ADRs listadas no mercado americano, como será descrito a seguir.

¹⁶ Segundo ZHANG (2005, p.1), a seção 404 da SOX exige avaliações mais profundas nos controles internos das empresas e impõe maiores penalidades para conduta inadequada, com o objetivo de prevenir problemas contábeis e mau comportamento administrativo.

2 ESPECIFICAÇÃO METODOLÓGICA

A seção metodológica está dividida em cinco partes. Na primeira parte será descrito o problema de pesquisa e serão elaboradas as hipóteses do modelo. Na segunda parte será descrita a modelagem utilizada a fim de testar as hipóteses. Na terceira parte será descrita a coleta e elaboração dos dados. Na quarta parte serão descritos o cálculo dos retornos e cálculo do β das empresas. Por fim, na quinta parte serão demonstradas as regressões multivariadas e as estatísticas T.

2.1 Problema de pesquisa e definição de hipóteses

Uma das propostas do trabalho de Zhang (2005, p.9) é a avaliação do retorno anormal acumulado (CAR – Cumulative Abnormal Return). No caso de Zhang, o resultado obtido é de retorno anormal acumulado negativo, sinalizando que os investidores consideraram os eventos relacionados à SOX más notícias para os negócios.

Esse trabalho procura avaliar a reação dos investidores do mercado brasileiro em relação à SOX. Para tal, podem-se examinar os retornos das empresas brasileiras que são submetidas a essa lei. Se for apresentada alguma variação anormal nesses retornos, nessa variação estaria expressa, dentre outros fatores, o aumento ou diminuição da demanda dos investidores pelas ações de tais empresas. Se a opinião dos investidores for desfavorável à SOX, os retornos inesperados, anormais, devem ser negativos. Com o objetivo de capturar esses efeitos, as hipóteses testadas são as seguintes¹⁷:

H_0 : Os retornos inesperados próximos aos eventos legislativos relacionados à SOX são negativos;

H_a : Os retornos inesperados próximos aos eventos legislativos relacionados à SOX não são negativos;

¹⁷ O modelo de dados em painel utilizados nesse trabalho também faz testes internos de hipótese sobre a possibilidade de cada variável explicativa ser igual a zero.

Dessa forma, se os retornos inesperados nos dias de eventos legislativos relacionados à SOX forem predominantemente negativos, não há evidências para rejeitar a hipótese H_0 , sinalizando que os investidores consideraram os eventos relacionados à SOX más notícias para os negócios das empresas avaliadas no teste. Caso contrário, se a hipótese H_0 não for rejeitada, os efeitos da SOX para empresas brasileiras com ações no mercado americano serão diferentes dos observados no trabalho de Zhang (2005).

2.2 Especificação do modelo

A fim de testar as hipóteses que foram descritas na seção anterior, foi especificado um modelo em que se busca avaliar a variação anormal nos retornos das empresas brasileiras afetadas pela SOX. Para tal, primeiro foram estimados coeficientes de risco (β) segundo o modelo CAPM, de forma a se obter um mecanismo de estimação de retornos esperados para as empresas. Em seguida, tomando esse β como ferramenta de predição de retornos esperados para as empresas da amostra, foi estimado um modelo em que pretendeu explicar os retornos das empresas em função de dois estimadores principais: i) o estimador de retorno esperado, representado pelo produto entre o retorno da carteira de mercado (aqui representada pelo índice IBOVESPA) e o β das empresas e ii) as *dummies* de eventos, variáveis *dummy* criadas para identificar os eventos legislativos, e que pretendem capturar a parte do retorno inesperado que ocorreu próximo aos eventos legislativos.

Resumindo, foi estimada uma regressão dos retornos das empresas em função de um componente de retorno esperado para cada ativo e de componentes de retornos inesperados para cada dia de evento legislativo relacionado à SOX.

Se a quantidade de retornos negativos e estatisticamente significativos for maior do que a quantidade de retornos positivos e estatisticamente significativos, não há evidências para se rejeitar a hipótese de que os investidores consideraram os eventos relacionados à SOX más notícias para os negócios. Caso contrário, a hipótese H_0 é rejeitada e não há evidências de que os investidores consideraram os eventos relacionados à SOX más notícias para os negócios.

2.3 Coleta e Tratamento dos dados

Os dados utilizados para estimar as regressões desse trabalho são descritos como segue:

Cotação das ações – No sistema Economática, foram obtidas as cotações diárias de cada ação, iniciando com o primeiro dia de 1998 e terminando no último dia de 2005. Como o objetivo do trabalho é investigar a opinião dos investidores a respeito da SOX, as empresas que possivelmente têm as cotações diárias influenciadas pela mudança na propensão de compra por parte dos investidores devem ser as que possuem emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*). Portanto, para coletar os dados, foram utilizados os seguintes filtros: “Tipo de Ativo: ADR” e “País Sede: Brasil”. Dessa forma, foi obtida uma lista de cotações de ações de 48 empresas brasileiras que tivessem o tipo de ativo ADR, ou seja, a lista das empresas brasileiras que possivelmente seriam afetadas diretamente com a SOX. Com essas informações, foram compostos os retornos de ações das empresas brasileiras. Esses retornos foram utilizados em duas fases: i) os retornos de 1998 a 2001 foram utilizados no modelo CAPM, para cálculo do β das empresas; e ii) os retornos de 2002 a 2005 foram utilizados para estimar a regressão em função do retorno esperado (CAPM) e *dummies* de eventos legislativos relacionados à SOX.

Carteira de mercado – Como *Proxy* para carteira de mercado, foram utilizadas cotações diárias do índice IBOVESPA, também obtidos na Economática, desde o ano de 1998. Esses dados foram utilizados para o cálculo do β e para compor a variável de retorno esperado nas regressões com *dummies* dos eventos legislativos.

Taxa Livre de Risco – Devido às características do mercado brasileiro, utilizou-se como taxa livre de risco a taxa SELIC. Esses dados foram utilizados para estimação do β das empresas.

Dummies de eventos legislativos – Para cada um dos 45 eventos constituintes da SOX (Apêndice II) foi criada uma *dummy* específica, com o intuito de se mensurar se houve ou não retornos anormais quando desses eventos. Para cada *dummy* foi adotada a seguinte regra: para toda e cada empresa utilizada na amostra, o valor da variável *dummy* é igual a 1 para o dia do evento e 0 para os demais dias.

A tabela a seguir resume a utilização dos dados:

Tabela 1: Utilização dos Dados

	Período dos dados	Dados utilizados
Cálculo do β	de 1998 a 2001	Retorno das ações (utilizando Cotação das ações), Retorno da Carteira de Mercado (utilizando Carteira de Mercado), Taxa Livre de Risco
Regressões Multivariadas	de 2002 a 2005	β (estimados no período de 1998 a 2001), Retorno da Carteira de Mercado (utilizando Carteira de Mercado), <i>Dummies</i> de eventos legislativos

Os períodos foram selecionados de forma a viabilizar a análise dos dados de eventos legislativos relativos à SOX. Como os eventos coletados por Zhang (2005) se concentram nos anos de 2002 e 2003 (vide Apêndice 2), o chamado período de teste (2002 a 2005) teria que conter os anos de 2002 e 2003. Para que fosse possível estimar o CAPM, foi necessário colher uma amostra de dados das mesmas empresas em um período anterior ao período de teste. Por outro lado, além de a emissão de ADRs ser algo recente no Brasil, a própria emissão de ações na BOVESPA é recente para algumas empresas, de forma que, se fosse escolhido um período muito anterior para a estimação do CAPM (período iniciando antes de 1998), haveria muita discrepância entre a quantidade de dados disponíveis sobre as empresas, já que algumas delas têm emissão de ações na BOVESPA muito anterior a outras.

Outro critério relevante para a escolha do período de teste foi a quantidade de dados disponíveis. Como a amostra de empresas com as características necessárias para participar do teste é pequena, se o período de teste escolhido se concentrasse apenas nos anos de 2002 e 2003, a qualidade dos resultados das regressões de dados em painel seria prejudicada.

2.4 Cálculo dos retornos e do β das empresas

2.4.1 Cálculo dos retornos

Para o cálculo dos retornos das ações e do IBOVESPA, utilizou-se a razão da diferença entre a cotação das ações em t e a cotação em t-1 pela cotação em t-1.

Para a taxa SELIC, o retorno foi obtido através do cálculo da taxa de juros equivalente (transformação de taxa anual para taxa diária).

2.4.2 Cálculo do β

Conforme já descrito, o modelo de estimação de retornos esperados adotado foi o tradicional modelo CAPM¹⁸, e o cálculo do β foi feito através da seguinte fórmula¹⁹:

$$\beta_i = \frac{\overline{r_i} - r_f}{\overline{r_M} - r_f} \quad (1)$$

Onde: β_i é o β estimado para cada ação i

$\overline{r_i}$ é o retorno médio da ação i

r_f é o retorno do ativo livre de risco

$\overline{r_M}$ é o retorno médio da carteira de mercado

O período de cálculo utilizado foi de 1998 a 2001, com dados diários. O período escolhido é exatamente anterior aos anos em que ocorreram os eventos da SOX.

¹⁸ Ver Lintner (1965) e Mossin (1966) para maiores detalhes

¹⁹ Nos dias em que o valor de qualquer elemento da fórmula (1) era zero, o β não foi calculado.

2.5 Estimação de retornos inesperados com dummies temporais

O modelo utilizado nesse trabalho consiste em um tratamento para o painel de dados composto pelas séries temporais de retornos das empresas brasileiras que emitiram ADRs. O método CAR, utilizado por Zhang (2005), não foi utilizado nesse trabalho por conta da maior volatilidade dos preços dos ativos do mercado de ações brasileiro (contexto no qual os dados utilizados estão inseridos), pois os efeitos de dias atípicos acabam por influenciar os resultados oferecidos por esse tipo de modelo.

Assim, o modelo pode ser dividido em dois passos. Primeiro é estimado o β para cada empresa. Em seguida, são estimadas regressões das séries temporais de retorno em função dos retornos esperados para cada empresa (produto entre o β de cada empresa e o retorno da carteira de mercado) e em função das *dummies* de eventos. O objetivo dessas estimações é capturar o efeito do retorno inesperado que dependa dessas *dummies*.

Para oferecer mais robustez aos resultados obtidos, foram utilizadas três foram utilizados três estimadores alternativos do modelo de dados em painel: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA)²⁰.

2.5.1 Estimação com Mínimos Quadrados Ordinários

Na estimação a seguir foi utilizada a técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Nesse caso, foi feita uma regressão simples de toda a amostra de retornos em função das variáveis de retorno esperado (β e Carteira de Mercado) e das *dummies* de eventos legislativos, de acordo com a seguinte fórmula:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_i r_{Mt} + \alpha_{2n} \sum_{n=1}^{45} D_n + \varepsilon \quad (2)$$

Onde: R_{it} é o retorno da empresa i no tempo t

α_0 é uma constante estimada como nível inicial de retorno para as empresas

α_1 é o coeficiente de retorno esperado

β_i é o β da empresa i , anteriormente estimado

²⁰ Os resultados numéricos dos três modelos estão descritos no Apêndice I

r_{Mt} é o retorno da carteira de mercado no tempo t

α_{2n} é o coeficiente de retorno inesperado, estimado para cada evento n

D_n é a *dummy* do evento n

ε é o resíduo não estimado pelo modelo

Esse é um tipo simples de regressão com dados em painel, que não leva em consideração os efeitos específicos de cada indivíduo (empresa). Parte desse efeito específico é absorvida pelos coeficientes α_{1i} , estimados para a componente de retorno esperado ($\beta_i r_{Mt}$).

Os coeficientes α_{2n} representam a relevância de cada *dummy* D_n para explicar os retornos das empresas em cada evento legislativo n. As hipóteses do modelo serão avaliadas através da contagem da quantidade de coeficientes α_{2n} positivos e negativos.

2.5.2 Estimação com Efeitos Fixos

Na estimação a seguir foi utilizada a técnica de Sistema de Mínimos Quadrados Ordinários com Efeitos Fixos (SMQO-EF). Para explicar os retornos, foram utilizadas as variáveis de retorno esperado (β e Carteira de Mercado), *dummies* individuais e *dummies* de eventos, conforme a fórmula que segue:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_i r_{Mt} + \alpha_{2n} \sum_{n=1}^{45} D_n + X_i + \varepsilon \quad (3)$$

Onde: R_{it} é o retorno da empresa i no tempo t

α_0 é uma constante estimada como nível inicial de retorno para as empresas

α_1 é o coeficiente de retorno esperado

β_i é o β da empresa i, anteriormente estimado

r_{Mt} é o retorno da carteira de mercado no tempo t

α_{2n} é o coeficiente de retorno inesperado, estimado para cada evento n

D_n é a *dummy* do evento n

X_i é a variável de efeito fixo para cada ação (*dummy* individual)

ε é o resíduo não estimado pelo modelo

Dessa forma, pretende-se estimar o retorno esperado com os coeficientes α_{1i} estimados para a componente de retorno esperado $\beta_i r_{Mt}$ e capturar o efeito específico de cada indivíduo com as *dummies* individuais X_i . Os coeficientes α_{2n} representam a relevância de cada *dummy* D_n para explicar os retornos das empresas em cada evento legislativo n. As hipóteses do modelo serão avaliadas através da contagem da quantidade de coeficientes α_{2n} positivos e negativos.

2.5.3 Estimação com Efeitos Aleatórios

Na estimação a seguir foi utilizada a técnica de Sistema de Mínimos Quadrados Ordinários com Efeitos Aleatórios (SMQO-EA).

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_i r_{Mt} + \alpha_{2n} \sum_{n=1}^{45} D_n + X + \varepsilon \quad (4)$$

Onde: R_{it} é o retorno da empresa i no tempo t

α_0 é uma constante estimada como nível inicial de retorno para as empresas

α_1 é o coeficiente de retorno esperado

β_i é o β da empresa i, anteriormente estimado

r_{Mt} é o retorno da carteira de mercado no tempo t

α_{2n} é o coeficiente de retorno inesperado, estimado para cada evento n

D_n é a *dummy* do evento n

X é a variável de efeito aleatório

ε é o resíduo não estimado pelo modelo

Dessa forma, pretende-se estimar o retorno esperado com os coeficientes α_{1i} estimados para a componente de retorno esperado $\beta_i r_{Mt}$ e capturar o efeito específico de cada indivíduo com a variável de efeito aleatório X . Os coeficientes α_{2n} representam a relevância de cada *dummy* D_n para explicar os retornos das empresas em cada evento legislativo n. As

hipóteses do modelo serão avaliadas através da contagem da quantidade de coeficientes α_{2n} positivos e negativos.

3 ANÁLISE DE RESULTADOS

A tabela a seguir apresenta os resultados obtidos nos Modelos de Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios:

Tabela 2: Sinais dos Coeficientes α_{2n} nos Modelos de Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios

	MQO	EF	EA
Coeficientes Positivos	11	9	9
Coeficientes Negativos	18	16	16
<i>Dummies</i> Desprezadas	16	20	20
Total	45	45	45

Em termos da contagem das *dummies* com sinal positivo e negativo, os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios apresentaram o mesmo resultado, com 16 coeficientes negativos contra 9 positivos e 20 *dummies* desprezadas, e o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários apresentou 18 coeficientes negativos contra 11 positivos e 16 desprezados. O grupo das *dummies* desprezadas é composto pelas que tiveram coeficiente rejeitados por serem estatisticamente não significativos pelo teste *t* ou pelo própria ferramenta de estimação (Stata 8.0).

Apesar de os três modelos terem apresentado mais coeficientes negativos do que positivos para as *dummies* de eventos, foi feito o teste de Hausman para escolher qual seria o melhor modelo dentre o que utilizou Efeitos Fixos e o que utilizou Efeitos Aleatórios, conforme exposto a seguir.

3.1.1 Teste de Hausman

O teste de Hausman foi utilizado para comparar os modelos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Obteve-se, como esperado, a indicação de que deveria ser considerado o modelo de Efeitos Aleatórios, por conta da pequena quantidade de dados disponíveis. Os resultados do teste estão descritos no Apêndice I.

4 CONCLUSÃO

Os testes realizados apresentam evidências que não permitem a rejeição da hipótese H_0 de que os retornos inesperados próximos aos eventos legislativos relacionados à SOX são negativos, o que leva a crer que a opinião dos investidores seja de que a SOX seja custosa ou represente má notícia para os negócios das empresas que sofrem seus impactos diretamente. Esse resultado vai em linha com o obtido por Zhang (2005), tratando especificamente da parte do seu trabalho que se refere à opinião dos investidores.

Por outro lado, a pequena diferença entre a quantidade de coeficientes positivos e negativos encontrados, ou mesmo a pouca representatividade dos coeficientes negativos em relação ao total, pode ser explicada por diversos fatores. No caso do Brasil, existe uma quantidade de dados disponíveis para análise muito menor do que a quantidade de dados americanos utilizados por Zhang (2005). Em relação à escolha do estimador de retornos esperados, no caso o CAPM, há uma hipótese nesse modelo que trata da não existência de custos de transação ou de informação dos investidores. Dependendo de quão informados os investidores locais (investidores da BOVESPA) são a respeito das notícias do *Wall Street Journal* e do *Washington Post*, pode haver maior ou menor influência dessa informação na tomada de decisão de investimento destes, o que pode causar impacto nos preços dos ativos utilizados nos estudos.

Tratando ainda do CAPM, a escolha do índice IBOVESPA como *Proxy* da carteira de mercado pode ter prejudicado o resultado das regressões pelo fato de grande parte das empresas que foram analisadas fazerem parte do grupo de empresas utilizadas para a criação do próprio índice IBOVESPA, implicando em correlação entre as variáveis explicativas da regressão.

Outro fator relevante é que a Governança Corporativa brasileira, a exemplo da italiana e de outros países, é influenciada pelo pouco desenvolvimento do mercado financeiro local, de forma que existem menos investimentos estrangeiros no Brasil se compararmos com países que possuem o mercado financeiro mais desenvolvido, como Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão.

É possível que o impacto da SOX sobre retornos das ações de empresas seja absorvido de forma diferente por dois grupos: i) empresas americanas que possuem ações listadas na

bolsa dos EUA e empresas de mercados desenvolvidos que possuem ADRs e ii) empresas de mercados pouco desenvolvidos que possuem ADRs. Os mercados financeiros locais das empresas do segundo grupo possuem menos investidores estrangeiros, o que pode modificar o impacto da SOX nas ações das empresas desse grupo.

Dessa forma, apesar desse estudo ter apontado um resultado semelhante ao obtido em Zhang (2005), o efeito da SOX nas ações das empresas brasileiras pode ser diferente do efeito da SOX nas ações de empresas americanas, já que os mercados locais em que estão inseridas têm diferentes níveis de desenvolvimento. Existe a possibilidade de serem feitos novos trabalhos com o objetivo de isolar melhor as diferenças de comportamento entre os investidores dos dois mercados, além de ser possível melhorar diversas imperfeições que podem decorrer das escolhas feitas nesse trabalho em termos de critérios de seleção da amostra de dados e metodologia utilizada.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDERSON, R.C.; LEE, D. S. Ownership studies: the data source does matter. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, n.32, 1997.

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: Atlas, 2004.

ALLEN, Frankin; GALE, Douglas. Comparing financial systems. Cambridge MA: MIT Press, cap.1, 2000. 519p.

BARCA, Fabrizio. On Corporate governance in Italy – issues, facts an agency. **Unpublished Working Paper**, Bank of Italy, Rome, 1995.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Ailsa. Corporate Governance and Control. **Handbook of the Economics and Finance**, Elsevier B.V., 2003.

BERGER, P. G.; OFEK, E. Diversification's effect on firm value. **Journal of Financial Economics**, n.37, p.39–65, 1995.

BERLE, A. A.; MEANS, G. Means. The Modern Corporation and Private Property. Macmillan, New York, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v.54, p.921-963, 1999.

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

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, n.3, p.295–326, 2002.

CADBURY COMMITTEE. The report of the committee on financial aspects of corporate governance. Londres: Cadbury Committee, December. 1992. Mimeografado.

CARLSSON, Rolf. Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307p.

CHARKHAM, Jonathan. Keeping good company – a study of corporate governance in five countries. Oxford: Clarendon Press, cap.5, 1994, 408p.

CHO, M.-H. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, n.47, p.103–121, 1998.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L.H.P. The separation of ownership and control in EastAsian corporations. **Journal of Financial Economics**, n.58, p.81–112, 2000.

COASE, Ronald. The nature of the firm. **Economica**, v.4, p.386-405, 1937.

COSH, A. D.; HUGHES, A. Ownership, management incentives and company performance: an empirical analysis for the UK, 1968–1980. University of Cambridge – UK: Discussion Paper No. 11/89, 1989.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, n.93, p.1155–1177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, n.7, p.209–233, 2001.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v.26, p.301-327, June, 1983.

FACCIO, M.; LANG, H.P. The ultimate ownership of western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v.65, n.3, p.365–395, 2002.

GORDON, R. A. *Business Leadership in the Large Corporation*. Washington, DC: The Brookings Institution, 1945.

GORTON, G.; SCHMID, F. Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: empirical evidence from Austrian cooperative banking. **Journal of Corporate Finance, Contracting, Governance and Organization** n.5, p.119–140, 1999.

GROSSMAN, Sanford; HART, Oliver. The cost and benefit of ownership: a theory of lateral and vertical integration. **Journal of Political Economy**, v.94, p.691-719, 1986.

GUGLER, K. *Corporate Governance and Economic Performance*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HARRIS, Milton; RAVIV, Arthur. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. XLVI, n.1, p.297-355, March, 1991.

HART, Oliver; MOORE, John. Property rights and the nature of the firm. **Journal of Political Economy**, v.98, n.6, p.1119-1158, 1990.

HIMMELBERG, C.P.; HUBBARD R.G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, n.53, p.353–384, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Strategic management: competitiveness and globalization*. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2001.

HOLL, P. Effect of control type on the performance of the firm in the U.K. **Journal of Industrial Economics**, n.23, p.257–271, 1975.

HOSHI, Takeo; KASHYAP, Anil; SCHARFSTEIN, David. Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups. **Quarterly Journal of Economics**, n.106, p.33-60, February, 1991.

FIGUEREDO, Pedro Gauziski de Araujo. **Risk Update – IBC Brasil**. Novembro, 2006. Disponível em http://www.ibcbrasil.com.br/ibcbrasil/marlin/system/render.jsp?MarlinViewType=ARTICLE_DISPLAY&siteid=30000000446&areaid=30000054542&articleid=20017389172 >. Acesso em: 15 dez. 2006.

IBGC. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Novembro, 2001. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 01 mai. 2007.

IBGC. Uma década de governança: história do IBGC, marcos da governança e lições de experiência. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: Saint Paul Editora, Saraiva, 2006.

JACQUEMIN, A.; GHELLINCK, E. de. Familial control, size and performance in the largest French firms. **European Economic Review**, v.13, n.1, p.81–91, 1980.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p.305-360, October, 1976.

JENSEN, Michael. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. Harvard University Press, 2001. 320p.

KAMERSCHEN, D.R. The influence of ownership and control on profit rates. **The American Economic Review**, n.58, p.432–447, 1968.

KOLE, S. R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. **Journal of Corporate Finance, Contracting, Governance and Organization**, n.1, p.413–435, 1995.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance** n.54, p.471–517, 1999.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPES-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **NBER Working Paper 7403 – Forthcoming in the Journal of Financial 2002, Cambridge MA, 1999b.**

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPES-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p.3-27, October, 2000b.

LEAL, Ricardo; VALADARES, Sílvia. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista ABANTE*, v.3, n.1, p.29-56, October, 1999.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. **Economic Journal** n.101, p.1418–1437, 1991.

LINTNER, J. The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. **Review of Economics and Statistics** v.47, n.1, p.13-37, 1965.

McCONNEL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics** n.27, p.595–612, 1990.

MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL. Panorama de Governança Corporativa no Brasil. São Paulo, 2001. 44p.

MONACO, Douglas Cláudio. Estudos da Composição dos Conselhos de Administração e Instrumentos de Controle das Sociedades por Ações no Brasil, São Paulo, 2000. 177p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MONSEN, R. J.; CHIU, J.S.; COOLEY, D.E. The effect of separation of ownership and control on the performance of the large firm. **Quarterly Journal of Economics** n.82, p.435–451, 1968.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Vishny. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics** n.20, p.293–315, 1988.

MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao. Banks and corporate control in Japan. **Journal of Finance**, v.54, n.1, p.319-340, February, 1999.

MOSSIN, J. Equilibrium in a Capital Asset Market. **Econometrica**, v.34, n.4, p.768-783, 1966.

PAGANO, Marco; PANETTA, Fabio; ZINGALES, Luigi. Why do companies go public? An empirical investigation. **Journal of Finance**, v.53, p. 27-64, February, 1998.

PORTER, Michael. Capital disadvantage: America's falling capital investment system. **Harvard Business Review**, n.46, p.65-72, September/October, 1992.

RADICE, H.K. Control type, profitability and growth in large firms: an empirical study. **Economic Journal** n.81, p.547–562, 1971.

SHORT, H. Ownership, control, financial structure and the performance of firms. **Journal of Economic Surveys** n.8, p.203–249, 1994.

SHORT, H.; KEASEY, K. Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K. **Journal of Corporate Finance, Contracting, Governance and Organization** n.5, p.79–101, 1999.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005. 181p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v.52, n.2, p.737-783, 1997.

STEER, P.S.; CABLE, J.R. Internal organization and profit: an empirical analysis of large U.K. companies. **Journal of Industrial Economics** n.27, p.13–30, 1978.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, n.20, p.25–54, 1988.

STULZ, René. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v.26, p.3-26, 1990.

WILLIAMSON, Oliver. The economic institutions of capitalism. New York: Free Press, cap.1, 1985. 468p.

ZHANG, Ivy Xiyang. Economic consequences of the Sarbanes-Oxley act of 2002. Rochester, NY: University of Rochester, 2005. 66p.

ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. In: NEWMAN, Peter (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and Law**. New York, NY: Macmillan, 1998. 2210p.

5 APÊNDICE I

Para os resultados apresentados nas tabelas a seguir, vale a seguinte legenda:

De b1 a b45 – Coeficientes das *dummies* de eventos;

Dropped – valores suprimidos pela ferramenta Stata 8.0. Foram assumidos como zero para a análise feita no trabalho.

Sigma_u, Sigma_e rho – Variância dos erros de estimação.

Tabela 3: Resultados obtidos a partir do Modelo com Mínimos Quadrados Ordinários

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
α_1	0,0143045	0,0022667	6,3100000	0,0000000	0,0098616	0,0187473
b1	0,0175724	0,0033052	5,3200000	0,0000000	0,0110940	0,0240507
b2	(dropped)					
b3	(dropped)					
b4	0,0013067	0,0030129	0,4300000	0,6650000	-0,0045986	0,007212
b5	-0,0060055	0,0042978	-1,4000000	0,1620000	-0,0144292	0,0024183
b6	0,0082451	0,0032048	2,5700000	0,0100000	0,0019637	0,0145266
b7	-0,0066685	0,0047170	-1,4100000	0,1570000	-0,0159139	0,002577
b8	0,0074274	0,0034675	2,1400000	0,0320000	0,0006310	0,0142239
b9	0,0062879	0,0037502	1,6800000	0,0940000	-0,0010626	0,0136384
b10	-0,0097291	0,0035365	-2,7500000	0,0060000	-0,0166607	-0,0027974
b11	0,0137996	0,0051930	2,6600000	0,0080000	0,0036212	0,023978
b12	-0,0465774	0,0048110	-9,6800000	0,0000000	-0,0560071	-0,0371477
b13	-0,0362880	0,0039351	-9,2200000	0,0000000	-0,0440009	-0,0285751
b14	-0,0208768	0,0066982	-3,1200000	0,0020000	-0,0340054	-0,0077481
b15	-0,0224651	0,0095181	-2,3600000	0,0180000	-0,0411208	-0,0038095
b16	0,0062156	0,0056279	1,1000000	0,2690000	-0,0048151	0,0172463
b17	(dropped)					
b18	(dropped)					
b19	-0,0404953	0,0092020	-4,4000000	0,0000000	-0,0585313	-0,0224594
b20	-0,0178978	0,0059337	-3,0200000	0,0030000	-0,0295278	-0,0062677
b21	0,0155020	0,0053325	2,9100000	0,0040000	0,0050503	0,0259538

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
b22	-0,0247258	0,0046272	-5,3400000	0,0000000	-0,0337951	-0,0156564
b23	(dropped)					
b24	-0,0333790	0,0046896	-7,1200000	0,0000000	-0,0425708	-0,0241873
b25	0,0089156	0,0077266	1,1500000	0,2490000	-0,0062285	0,0240598
b26	-0,0464741	0,0056462	-8,2300000	0,0000000	-0,0575408	-0,0354074
b27	-0,0243283	0,0084626	-2,8700000	0,0040000	-0,0409151	-0,0077415
b28	0,0275782	0,0203510	1,3600000	0,1750000	-0,0123100	0,0674664
b29	-0,0353577	0,0046139	-7,6600000	0,0000000	-0,0444010	-0,0263145
b30	0,0142001	0,0046512	3,0500000	0,0020000	0,0050837	0,0233165
b31	0,0206174	0,0063718	3,2400000	0,0010000	0,0081286	0,0331063
b32	0,0202105	0,0061105	3,3100000	0,0010000	0,0082338	0,0321871
b33	0,0753547	0,0078583	9,5900000	0,0000000	0,0599522	0,0907571
b34	-0,0042333	0,0065480	-0,6500000	0,5180000	-0,0170674	0,0086008
b35	-0,0317964	0,0050075	-6,3500000	0,0000000	-0,0416112	-0,0219816
b36	-0,0324054	0,0093336	-3,4700000	0,0010000	-0,0506993	-0,0141114
b37	-0,0024455	0,0083432	-0,2900000	0,7690000	-0,0187982	0,0139073
b38	-0,0140731	0,0069590	-2,0200000	0,0430000	-0,0277128	-0,0004334
b39	-0,0327866	0,0048955	-6,7000000	0,0000000	-0,0423817	-0,0231914
b40	-0,0418524	0,0051779	-8,0800000	0,0000000	-0,0520011	-0,0317037
b41	-0,0035178	0,0037022	-0,9500000	0,3420000	-0,0107742	0,0037385
b42	0,0163095	0,0042656	3,8200000	0,0000000	0,0079488	0,0246702
b43	(dropped)					
b44	-0,0102467	0,0035940	-2,8500000	0,0040000	-0,0172910	-0,0032023
b45	0,0173531	0,0065798	2,6400000	0,0080000	0,0044565	0,0302497
α_0	0,0014916	0,0001761	8,4700000	0,0000000	0,0011465	0,0018367

Tabela 4: Resultados obtidos a partir do Modelo com Efeitos Fixos

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
α_1	0,0143038	0,0012645	11,3100000	0,0000000	0,0118255	0,0167821
b1	0,0175721	0,0067603	2,6000000	0,0090000	0,0043221	0,0308221
b2	(dropped)					

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
b3	(dropped)					
b4	0,0013064	0,0066572	0,2000000	0,8440000	-0,0117414	0,0143542
b5	-0,0060056	0,0067603	-0,8900000	0,3740000	-0,0192555	0,0072444
b6	0,0082446	0,0066572	1,2400000	0,2160000	-0,0048033	0,0212925
b7	-0,0066691	0,0069818	-0,9600000	0,3390000	-0,0203532	0,0070151
b8	0,0074271	0,0069818	1,0600000	0,2870000	-0,0062571	0,0211112
b9	0,0062878	0,0067603	0,9300000	0,3520000	-0,0069622	0,0195378
b10	-0,0097294	0,0068684	-1,4200000	0,1570000	-0,0231911	0,0037324
b11	0,0137995	0,0067604	2,0400000	0,0410000	0,0005494	0,0270495
b12	-0,0465767	0,0071012	-6,5600000	0,0000000	-0,0604947	-0,0326586
b13	-0,0362878	0,0069818	-5,2000000	0,0000000	-0,0499720	-0,0226037
b14	-0,0208771	0,0067603	-3,0900000	0,0020000	-0,0341270	-0,0076272
b15	-0,0224649	0,0068684	-3,2700000	0,0010000	-0,0359267	-0,0090032
b16	0,0062157	0,0071012	0,8800000	0,3810000	-0,0077023	0,0201337
b17	(dropped)					
b18	(dropped)					
b19	-0,0404951	0,0069819	-5,8000000	0,0000000	-0,0541793	-0,0268109
b20	-0,0178977	0,0071011	-2,5200000	0,0120000	-0,0318157	-0,0039798
b21	0,0155027	0,0071011	2,1800000	0,0290000	0,0015847	0,0294206
b22	-0,0247260	0,0069818	-3,5400000	0,0000000	-0,0384102	-0,0110418
b23	(dropped)					
b24	-0,0333790	0,0068684	-4,8600000	0,0000000	-0,0468408	-0,0199172
b25	0,0089158	0,0069819	1,2800000	0,2020000	-0,0047683	0,0226000
b26	-0,0464742	0,0068684	-6,7700000	0,0000000	-0,0599360	-0,0330123
b27	-0,0243286	0,0069818	-3,4800000	0,0000000	-0,0380127	-0,0106444
b28	0,0275784	0,0069819	3,9500000	0,0000000	0,0138942	0,0412626
b29	-0,0353578	0,0069818	-5,0600000	0,0000000	-0,0490420	-0,0216736
b30	0,0142007	0,0074994	1,8900000	0,0580000	-0,0004979	0,0288993
b31	0,0206170	0,0071011	2,9000000	0,0040000	0,0066990	0,0345349
b32	0,0202103	0,0071011	2,8500000	0,0040000	0,0062923	0,0341283
b33	0,0753549	0,0069820	10,7900000	0,0000000	0,0616705	0,0890393
b34	-0,0042326	0,0072267	-0,5900000	0,5580000	-0,0183967	0,0099316

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
b35	-0,0317960	0,0072268	-4,4000000	0,0000000	-0,0459601	-0,0176318
b36	-0,0324052	0,0071011	-4,5600000	0,0000000	-0,0463232	-0,0184872
b37	-0,0024451	0,0071011	-0,3400000	0,7310000	-0,0163630	0,0114728
b38	-0,0140736	0,0069819	-2,0200000	0,0440000	-0,0277578	-0,0003895
b39	-0,0327869	0,0067603	-4,8500000	0,0000000	-0,0460368	-0,0195369
b40	-0,0418525	0,0068684	-6,0900000	0,0000000	-0,0553143	-0,0283907
b41	-0,0035183	0,0069818	-0,5000000	0,6140000	-0,0172024	0,0101659
b42	0,0163097	0,0068684	2,3700000	0,0180000	0,0028479	0,0297715
b43	(dropped)					
b44	-0,0102464	0,0069818	-1,4700000	0,1420000	-0,0239306	0,0034377
b45	0,0173528	0,0066571	2,6100000	0,0090000	0,0043050	0,0304005
α_0	0,0014925	0,0001768	8,4400000	0,0000000	0,0011461	0,0018390
sigma_u	0,0001057					
sigma_e	0,0382344					
rho	0,0076470	(fração da variância dado u_i)				

Tabela 5: Resultados obtidos a partir do Modelo com Efeitos Aleatórios

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
α_1	0,0142178	0,0012661	11,2300000	0,0000000	0,0117361	0,0166994
b1	0,0175489	0,0067617	2,6000000	0,0090000	0,0042959	0,0308018
b2	(dropped)					
b3	(dropped)					
b4	0,0012522	0,0066585	0,1900000	0,8510000	-0,0117986	0,0143030
b5	-0,0060315	0,0067617	-0,8900000	0,3720000	-0,0192845	0,0072215
b6	0,0081767	0,0066585	1,2300000	0,2190000	-0,0048740	0,0212275
b7	-0,0067421	0,0069833	-0,9700000	0,3340000	-0,0204294	0,0069453
b8	0,0073553	0,0069834	1,0500000	0,2920000	-0,0063322	0,0210428
b9	0,0062643	0,0067617	0,9300000	0,3540000	-0,0069887	0,0195173
b10	-0,0097895	0,0068698	-1,4200000	0,1540000	-0,0232544	0,0036755
b11	0,0137768	0,0067617	2,0400000	0,0420000	0,0005237	0,0270299
b12	-0,0464347	0,0071026	-6,5400000	0,0000000	-0,0603558	-0,0325135

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
b13	-0,0361998	0,0069832	-5,1800000	0,0000000	-0,0498869	-0,0225127
b14	-0,0208713	0,0067616	-3,0900000	0,0020000	-0,0341240	-0,0076185
b15	-0,0224099	0,0068697	-3,2600000	0,0010000	-0,0358747	-0,0089451
b16	0,0062895	0,0071026	0,8900000	0,3760000	-0,0076317	0,0202107
b17	(dropped)					
b18	(dropped)					
b19	-0,0404084	0,0069832	-5,7900000	0,0000000	-0,0540956	-0,0267212
b20	-0,0178424	0,0071025	-2,5100000	0,0120000	-0,0317633	-0,0039214
b21	0,0156247	0,0071026	2,2000000	0,0280000	0,0017036	0,0295458
b22	-0,0247196	0,0069833	-3,5400000	0,0000000	-0,0384070	-0,0110322
b23	(dropped)					
b24	-0,0333247	0,0068697	-4,8500000	0,0000000	-0,0467894	-0,0198600
b25	0,0090053	0,0069832	1,2900000	0,1970000	-0,0046818	0,0226924
b26	-0,0464388	0,0068697	-6,7600000	0,0000000	-0,0599036	-0,0329741
b27	-0,0243255	0,0069832	-3,4800000	0,0000000	-0,0380126	-0,0106384
b28	0,0276683	0,0069832	3,9600000	0,0000000	0,0139811	0,0413554
b29	-0,0353131	0,0069832	-5,0600000	0,0000000	-0,0490003	-0,0216258
b30	0,0143205	0,0075011	1,9100000	0,0560000	-0,0003818	0,0290228
b31	0,0205644	0,0071031	2,9000000	0,0040000	0,0066423	0,0344865
b32	0,0202392	0,0071026	2,8500000	0,0040000	0,0063179	0,0341605
b33	0,0754147	0,0069834	10,8000000	0,0000000	0,0617271	0,0891023
b34	-0,0040963	0,0072282	-0,5700000	0,5710000	-0,0182637	0,0100712
b35	-0,0317144	0,0072283	-4,3900000	0,0000000	-0,0458820	-0,0175467
b36	-0,0323265	0,0071025	-4,5500000	0,0000000	-0,0462476	-0,0184054
b37	-0,0023652	0,0071026	-0,3300000	0,7390000	-0,0162864	0,0115560
b38	-0,0140980	0,0069833	-2,0200000	0,0440000	-0,0277854	-0,0004107
b39	-0,0327815	0,0067616	-4,8500000	0,0000000	-0,0460342	-0,0195287
b40	-0,0418170	0,0068697	-6,0900000	0,0000000	-0,0552818	-0,0283523
b41	-0,0035092	0,0069832	-0,5000000	0,6150000	-0,0171964	0,0101781
b42	0,0163663	0,0068698	2,3800000	0,0170000	0,0029014	0,0298311
b43	(dropped)					
b44	-0,0101585	0,0069832	-1,4500000	0,1460000	-0,0238456	0,0035286

Variável	Coeficiente	Erro padrão Robusto	t	P> t	Intervalo de 95% de confiança	
b45	0,0173581	0,0066584	2,6100000	0,0090000	0,0043076	0,0304086
α_0	0,0014909	0,0001759	8,4800000	0,0000000	0,0011462	0,0018356
sigma_u	0,0014394					
sigma_e	0,0382344					
rho	0,0014153	(fração da variância dado u_i)				

Tabela 6: Resultados do Teste de Hausman

Variável	FE	RE	Diferença
α_1	0,0142178	0,014304	-0,000086
b1	0,0175489	0,017572	-2,32E-05
b4	0,0012522	0,001306	-5,41E-05
b5	-0,0060315	-0,006006	-2,59E-05
b6	0,0081767	0,008245	-6,78E-05
b7	-0,0067421	-0,006669	-0,000073
b8	0,0073553	0,007427	-7,18E-05
b9	0,0062643	0,006288	-2,35E-05
b10	-0,0097895	-0,009729	-6,01E-05
b11	0,0137768	0,0138	-2,27E-05
b12	-0,0464347	-0,046577	0,000142
b13	-0,0361998	-0,036288	0,000088
b14	-0,0208713	-0,020877	5,77E-06
b15	-0,0224099	-0,022465	0,0000551
b16	0,0062895	0,006216	0,0000738
b19	-0,0404084	-0,040495	0,0000867
b20	-0,0178424	-0,017898	0,0000554
b21	0,0156247	0,015503	0,000122
b22	-0,0247196	-0,024726	6,42E-06
b24	-0,0333247	-0,033379	0,0000543
b25	0,0090053	0,008916	0,0000894
b26	-0,0464388	-0,046474	0,0000354
b27	-0,0243255	-0,024329	3,09E-06

Variável	FE	RE	Diferença
b28	0,0276683	0,027578	0,0000898
b29	-0,0353131	-0,035358	0,0000447
b30	0,0143205	0,014201	0,0001198
b31	0,0205644	0,020617	-5,26E-05
b32	0,0202392	0,02021	0,0000289
b33	0,0754147	0,075355	0,0000598
b34	-0,0040963	-0,004233	0,0001363
b35	-0,0317144	-0,031796	0,0000816
b36	-0,0323265	-0,032405	0,0000787
b37	-0,0023652	-0,002445	0,0000799
b38	-0,014098	-0,014074	-2,44E-05
b39	-0,0327815	-0,032787	5,39E-06
b40	-0,041817	-0,041853	0,0000355
b41	-0,0035092	-0,003518	9,11E-06
b42	0,0163663	0,01631	0,0000565
b44	-0,0101585	-0,010246	0,0000879
b45	0,0173581	0,017353	5,34E-06
Teste: H0: diferença nos coeficientes não sistemática $\chi^2(40) = (b-B)'[S^{(-1)}](b-B)$, $S = (S_{fe} - S_{re})$ = 5.68 Prob>χ^2 = 1.0000			

6 APÊNDICE 2

Relação de Eventos da SOX utilizados por Zhang (2005) e também nesse estudo²¹:

Tabela 7: Lista de Eventos Legislativos da SOX

Date	Event	WSJ	WP
1/17/2002	SEC Chairman proposed an accounting overhaul plan	1/17/2002 1/18/2002	1/16/2002 1/18/2002
2/2/2002	Treasury Secretary called for changes in rules governing corporations	2/4/2002	
2/13/2002	Oxley introduced his accounting reform bill in the House Financial Services Committee	2/12/2002 2/14/2002	2/12/2002 2/14/2002
2/28/2002	House Democrats introduced legislation that would impose more restrictions than Oxley's proposal		3/1/2002
3/7/2002	Bush's first response to accounting scandals unveiled; Senate reportedly drafted tough reform bills	3/7/2002	3/7/2002
3/26/2002	Greenspan warned against too much regulation	3/27/2002	
4/11/2002	House Financial Services Committee scheduled to vote on Oxley's bill, but the vote was postponed because of Democrats' proposed amendments	4/11/2002 4/12/2002	4/11/2002 4/12/2002
4/16/2002	Oxley's bill passed in the Committee	4/17/2002	4/17/2002
4/24/2002	Oxley's bill passed in the House	4/25/2002	4/25/2002
4/25/2002	Senate Judiciary Committee approved legislation bolstering corporate frauds laws	4/26/2002	4/26/2002
5/8/2002	Sarbanes circulated his reform bill in the Senate Banking Committee	5/9/2002	5/8/2002 5/9/2002
6/11/2002	The <i>WSJ</i> reported that Democrats in the Senate Banking Committee united behind Sarbanes' bill	6/11/2002	
6/12/2002	SEC proposed rules to require CEOs and CFOs of the largest 1000 firms to certify financial reports	6/12/2002	6/13/2002
6/18/2002	Senate Banking Committee passed Sarbanes' bill	6/19/2002	6/19/2002
6/25/2002	WorldCom admitted that they understated expenses by \$3.8 billion	6/26/2002 6/27/2002	6/26/2002

²¹ Os eventos publicados no *Wall Street Journal* estão descritos como *WSJ* e os eventos publicados no *Washington Post* estão descritos como *WP*.

Tabela 8: Lista de Eventos Legislativos da SOX

Date	Event	<i>WSJ</i>	<i>WP</i>
7/8-7/12	Senate debated on Sarbanes' bill	7/8/2002 7/9/2002	7/8/2002 7/9/2002
7/9/2002	Bush delivered a speech on corporate reforms; news reports indicated the passage of Sarbanes' bill likely	7/9/2002	7/10/2002
7/10/2002	Senate passed the Judiciary Committee's proposal to strengthen criminal penalties 97 to 0	7/11/2002	7/11/2002
7/15/2002	Senate passed Sarbanes' bill 97 to 0	7/16/2002	7/16/2002
7/16/2002	House passed a bill to strengthen criminal penalties	7/17/2002	7/17/2002
7/18/2002	House republican leaders reportedly retreated efforts to dilute the Senate's tough bill	7/18/2002	7/18/2002
7/19/2002	Conference committee started negotiations to merge bills and Sarbanes' bill became the framework; negotiation continued over the weekend		7/20/2002 7/21/2002
7/20/2002	Bush pushed to speed up rulemaking in a radio address	7/22/2002	7/21/2002
7/23/2002	Lobbyists reportedly lost their influence		7/23/2002
7/24/2002	Senate and House agreed on the final rule	7/24/2002	7/24/2002
7/25/2002	Senate and House passed the Sarbanes-Oxley Act	7/26/2002	7/26/2002

Tabela 9: Lista de Eventos Legislativos da SOX

Date	Event	WSJ	WP
8/14/2002	Deadline for CEOs and CFOs of the 947 largest firms to certify their financial reports	8/15/2002	8/15/2002
8/27/2002	SEC adopted rules to require CEOs and CFOs of all public firms to certify their financial reports and to accelerate filings of statements	8/28/2002	8/28/2002
10/16/2002	SEC proposed rules concerning internal control assessment and disclosure of financial experts	10/17/2002	10/17/2002
10/18/2002	SEC budget shortage	10/21/2002	10/22/2002
10/22/2002	Bush promised to increase the funding of the SEC	10/23/2002	
10/25/2002	Webster named Chairman of the PCAOB	10/25/2002	10/26/2002
10/30/2002	SEC proposed new disclosure requirement of off-balance sheet transactions and pro forma information	10/30/2002	
11/5/2002	SEC Chairman Pitt resigned	11/6/2002	11/6/2002
11/6/2002	SEC proposed new attorney conduct rule	11/7/2002	
11/12/2002	PCAOB Chairman Webster resigned	11/12/2002	11/13/2002
11/19/2002	SEC proposed auditor independence rule	11/19/2002	11/19/2002
1/8/2003	SEC proposed listing standards rules	1/9/2003	1/9/2003
1/15/2003	SEC adopted rules regarding the pro forma earnings report, trading during blackout periods, and audit committee financial expert requirement	1/16/2003	1/16/2003
1/22/2003	SEC adopted rules on auditor independence and disclosure of off-balance-sheet transactions	1/23/2003	1/23/2002
1/23/2003	SEC adopted attorney conduct rule	1/24/2003	1/24/2003
5/21/2003	McDonough named Chairman of the PCAOB	5/22/2003	5/22/2003
5/27/2003	SEC adopted rules concerning management's report on internal controls and postponed the compliance date	5/28/2003	5/28/2003
7/28/2003	PCAOB roundtable meeting; works of PCAOB revealed	7/29/2003	7/29/2003
10/7/2003	PCAOB proposed rules related to Section 404	10/8/2003	

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)