

Guilherme de Araujo Jorge Quental

**INVESTIGAÇÃO DOS IMPACTOS DA ADESÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS
AOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**

Dissertação submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: André Luiz Carvalho da Silva
(COPPEAD / UFRJ)

Rio de Janeiro

Fevereiro de 2007

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

INVESTIGAÇÃO DOS IMPACTOS DA ADESÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS
AOS SEGMENTOS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

Guilherme de Araujo Jorge Quental

Dissertação submetida ao corpo docente do Instituto COPPEAD de Administração, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Aprovada por:

_____ - Orientador

Prof. André Luiz Carvalho da Silva – COPPEAD / UFRJ
(D.Sc. em Administração de Empresas)

Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal – COPPEAD / UFRJ
(D.Sc. em Administração de Empresas)

Prof^a. Myrian Beatriz Eiras das Neves – BACEN
(D.Sc. em Administração de Empresas)

Rio de Janeiro
Fevereiro de 2007

QUENTAL, Guilherme de Araujo Jorge.

Investigação dos Impactos da Adesão de Empresas Brasileiras aos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo. 2007.

x, 58 f.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2007.

Orientador: André Luiz Carvalho da Silva

1. Finanças. 2. Governança Corporativa. 3. Mercado de Capitais I. Carvalho da Silva, André Luiz (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração. III. Título.

Dedico este trabalho a meus pais, na esperança de trazer alegria para aqueles com os quais possuo uma dívida eterna.

Agradecimentos

A meu professor e orientador, André Luiz Carvalho da Silva, pelo incentivo à pesquisa, pela orientação, pela confiança e pelo aprendizado proporcionado em suas disciplinas e no decorrer desta dissertação.

Aos professores Ricardo Pereira Câmara e Leal e Myrian Beatriz Eiras das Neves pelos valiosos comentários que contribuíram para o aprimoramento desta pesquisa.

A todos os meus colegas de mestrado, assim como a todo o corpo docente e aos funcionários do Coppead (em especial às atenciosas e prestativas secretárias do mestrado), que tanto contribuem para tornar esta escola cada vez melhor e mais reconhecida mundialmente.

A meus amigos e familiares pela amizade e carinho.

Resumo

O tema Governança Corporativa vem ganhando crescente importância, tanto no meio acadêmico quanto no próprio mundo corporativo. Nesse contexto, este trabalho objetiva identificar e analisar impactos da adoção de melhores práticas de governança corporativa, avaliada pela migração aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações das empresas. Encontra-se evidência de que a adesão aos níveis de governança, de uma forma geral, possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações. Espera-se que este trabalho possa servir de referência para que pesquisas similares sejam realizadas futuramente com amostras mais representativas, à medida que mais empresas se incorporem aos segmentos diferenciados e se tenha mais dados históricos.

Abstract

Corporate Governance is becoming a more and more relevant subject, both in the academic and the corporate worlds. In this context, the main objective of this paper is to identify and analyze the impacts of a firm's incorporation into differentiated corporate governance levels of the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) on the value, liquidity and volatility of its stocks. The results indicate that the incorporation has, in general, a positive effect on the value and liquidity and reduces the volatility of the stocks. Hopefully, this work is expected to be used as reference for future similar investigations with bigger and better samples, as more companies incorporate into the differentiated corporate governance levels and more data become available.

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1 – Da boa governança à atratividade e ao desenvolvimento do mercado: círculo virtuoso de impactos macroeconômicos. Fonte: Andrade e Rossetti (2004).....6
- Figura 2 – Representação temporal (fora de escala) das janelas de estimação e de evento utilizadas para a análise do impacto do evento (data t_0) sobre os retornos das ações. 19

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre os retornos das ações das empresas aderentes. 29
- Tabela 2 – Impactos do evento “adesão” sobre os retornos das ações das empresas aderentes. 31
- Tabela 3 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado..... 32
- Tabela 4 – Impactos do evento “adesão” sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado. 33
- Tabela 5 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado..... 35
- Tabela 6 – Impactos do evento “adesão” sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado..... 36
- Tabela 7 – Índice de Governança Corporativa das empresas aderentes aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa, antes e depois da adesão. 37
- Tabela 8 – Impactos do anúncio de adesão e da adesão sobre os retornos das ações das empresas aderentes, separadas entre aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e aquelas que não as melhoraram..... 39
- Tabela 9 – Impactos do anúncio de adesão sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado..... 41

Tabela 10 – Impactos da adesão sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.	42
Tabela 11 – Impactos do anúncio de adesão sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.....	44
Tabela 12 – Impactos da adesão sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.	45

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	VII
LISTA DE TABELAS	VII
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	3
2.1. INTRODUÇÃO.....	3
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS	4
2.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR, LIQUIDEZ E VOLATILIDADE.....	6
2.4. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	10
2.5. HIPÓTESES E RESULTADOS ESPERADOS.....	13
3. METODOLOGIA	17
3.1. DESCRIÇÃO.....	17
3.2. IMPACTOS SOBRE OS RETORNOS	18
3.3. IMPACTOS SOBRE A LIQUIDEZ	22
3.4. IMPACTOS SOBRE A VOLATILIDADE	24
4. ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS	27
4.1. IMPACTOS SOBRE OS RETORNOS	27
4.2. IMPACTOS SOBRE A LIQUIDEZ	32
4.3. IMPACTOS SOBRE A VOLATILIDADE	34
4.4. INCORPORANDO O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	36
4.4.1. Impactos sobre os retornos	38
4.4.2. Impactos sobre a liquidez.....	39
4.4.3. Impactos sobre a volatilidade.....	42
5. CONCLUSÕES.....	46
REFERÊNCIAS.....	49

APÊNDICE I – LISTA DAS AÇÕES UTILIZADAS NA PESQUISA.....	51
ANEXO I – REQUISITOS PARA ADESÃO AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	52
ANEXO II – METODOLOGIA DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA....	57

1. INTRODUÇÃO

O tema Governança Corporativa vem ganhando crescente importância, tanto no meio acadêmico quanto no próprio mundo corporativo. A ocorrência de recentes escândalos financeiros envolvendo grandes corporações (como os casos mais famosos da Enron e da Worldcom) e a implementação da lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos contribuiu ainda mais para notoriedade mundial e relevância do assunto.

Um número cada vez maior de trabalhos vem buscando responder perguntas tais como: Boas práticas de governança corporativa criam valor? Que práticas são de fato importantes? Como o mercado avalia a adoção de práticas de governança corporativa por parte das empresas? Qual o valor atribuído a selos de Governança Corporativa?

Nesse contexto, este trabalho objetiva identificar e analisar impactos da adoção de melhores práticas de governança corporativa, avaliada pela migração aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da Bovespa, sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações das empresas. Numa segunda análise, busca-se identificar se houve mudança nas práticas de governança das empresas no evento da adesão ou no evento do anúncio da adesão.

Pode ser percebida uma lacuna nos estudos realizados até então acerca do impacto das práticas de governança corporativa sobre retorno, liquidez e volatilidade. Já existem estudos que investigam se as práticas de governança corporativa criam valor aos acionistas, assim como estudos sobre o impacto da adesão aos níveis 1, 2 e novo mercado da Bovespa sobre as ações. A lacuna percebida está na falta de

uma tentativa de associar a adesão a selos de governança com a melhoria das práticas exercidas, que permite inferências sobre a eficiência do mercado e sobre o valor atribuído aos selos.

A presente dissertação tenta explorar essa lacuna, verificando, através de um Índice de Governança Corporativa, se as empresas aderentes aos níveis da Bovespa alteraram suas práticas e, por conseguinte, se há relação entre a aderência, as práticas de governança e os impactos sobre as ações das empresas.

O restante deste trabalho está organizado em quatro capítulos além desta introdução. O capítulo 2 apresenta a revisão de literatura que estabelece o referencial teórico necessário para a o desenvolvimento da investigação que se deseja realizar. Nele são expostos conceitos de governança corporativa e suas origens, bem como o contexto atual no Brasil e no mundo e as relações entre a governança corporativa e o mercado de capitais. Apresentam-se também as hipóteses e resultados esperados.

O capítulo 3 descreve a metodologia utilizada na investigação das relações entre a aderência aos selos de governança e o retorno, a volatilidade e a liquidez das ações das empresas. O capítulo 4 expõe a análise realizada e seus resultados e o capítulo 5 apresenta as conclusões desta pesquisa.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Introdução

De acordo com Borges e Serrão (2005), o movimento pela governança corporativa se reforçou em meados da década de 1980 nos Estados Unidos. Grandes investidores institucionais, como fundos de pensão, passaram a se mobilizar contra a gestão irregular de algumas corporações, que vinham causando danos aos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra, inicialmente, e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década.

Pode-se afirmar que, no centro da discussão sobre Governança Corporativa, está um problema antigo e conhecido de economistas e administradores: o conflito de agência. A teoria da agência, estudada por Jensen e Meckling (1976), entre outros, e cujos fundamentos têm origem no trabalho pioneiro de Berle e Means (*apud* Jensen e Meckling, 1976; La Porta et alli, 2002; e Leal, 2004), tenta explicar os relacionamentos entre duas partes, nos quais parcela das riquezas de uma das partes (o “principal”) depende das ações tomadas pela outra parte (o “agente”).

Podemos destacar três conflitos de agência de especial interesse para o estudo da Governança Corporativa: aqueles entre os investidores (acionistas) e os gestores; conflitos entre os próprios investidores (como aqueles entre acionistas controladores e não-controladores); e aqueles entre os acionistas e outras partes envolvidas, como credores e funcionários. Em todos eles, o problema chave é evitar que o agente atue oportunisticamente (a favor de seus próprios interesses e contrariando os interesses

do principal), uma vez que possui autonomia e informações relevantes que o principal pode não possuir (Kraakman et alli, 2004). Para monitorar a performance da atuação dos agentes e a preservação de seus interesses, os principais incorrem nos chamados custos de agência.

Em resumo, existem diversas formas e oportunidades de os agentes expropriarem valor dos principais dentro dos três relacionamentos corporativos descritos acima. As boas práticas de governança corporativa buscam mitigar ou eliminar estas possibilidades de expropriação ou reduzir os custos de agência, criando vantagens para todas as partes e, por consequência, buscam aumentar o valor da firma, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua continuidade.

No entanto, Borges e Serrão (2005) ressaltam que as peculiaridades de cada mercado local devem ser observadas e que a adoção global aos códigos de melhores práticas defendida por instituições como o Banco Mundial e o FMI deve ser vista com cuidado, pois a eficiência dos modelos está associada à compatibilidade com as particularidades de cada país.

2.2. Governança Corporativa e o Mercado de Capitais

Boas práticas de governança corporativa têm sido identificadas como importantes impulsionadores do desenvolvimento de mercados de capitais. La Porta et alli (1998, 2000 e 2002) pesquisaram extensamente os níveis de proteção aos investidores proporcionados pelas leis em diversos países, concluindo que bons níveis de proteção aos investidores e melhores padrões contábeis estão associados à boa governança corporativa e a mercados de capitais mais desenvolvidos e amplos, que

proporcionam às empresas melhor acesso ao capital. De acordo com esses autores, a disposição de investidores e credores potenciais a financiar as firmas estão diretamente ligadas à proteção de seus direitos proporcionada pela lei.

Existe também forte evidência de que, em países com maiores níveis de proteção legal, a concentração de controle e os benefícios do controle são menores, a presença de estruturas indiretas de controle e pirâmides é menor e os mercados são mais bem avaliados (Shleifer e Wolfenzon, 2002).

Tenha-se, ainda, a relevância da participação de investidores minoritários nos mercados de capitais. De acordo com Carvalho (2003), a presença de investidores minoritários é condição fundamental para a constituição de um mercado de ações com liquidez, que por sua vez permite e estimula as empresas a captar recursos por meio da emissão de ações. Nesse sentido, boas práticas de governança (como aquelas que dizem respeito a transparência e a regras adequadas que se façam cumprir) desempenham importante função ao auxiliar a preservação dos direitos dos minoritários.

A figura 1, extraída de Andrade e Rossetti (2004), esquematiza resumidamente o processo interativo de criação de valor em vários níveis proporcionado pelas boas práticas de governança corporativa.



Figura 1 – Da boa governança à atratividade e ao desenvolvimento do mercado: círculo virtuoso de impactos macroeconômicos. Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.349)

2.3. Governança Corporativa, valor, liquidez e volatilidade

Segundo Kraakman et alli (2004), o objetivo último da governança corporativa é contribuir para a maximização da riqueza agregada dos acionistas, empregados, fornecedores e clientes e, se possível, beneficiando agentes externos tais como comunidades locais, assim como o meio-ambiente, caracterizando a chamada busca pela eficiência social global.

Uma difícil tarefa seria avaliar a eficácia da governança corporativa na obtenção deste seu objetivo final. No entanto, muitos autores adotam a visão de que a maximização da riqueza dos *stakeholders*¹ está alinhada com a própria maximização da riqueza dos acionistas. Por este raciocínio, a empresa (e portanto seus acionistas) deve ter interesse em preservar os interesses dos *stakeholders* e assegurar que as transações corporativas também lhes sejam benéficas. Ou seja, é de se esperar que relacionamentos positivos e cooperativos entre acionistas e demais *stakeholders* proporcionem benefícios no longo prazo.

De acordo com esta visão (a qual é adotada neste trabalho), portanto, um dos principais meios para se verificar o valor criado por boas práticas de governança corporativa é medir o valor proporcionado aos acionistas. Além disso, é de se esperar, pela mais simples lógica, que os investidores atribuam maior valor a empresas que lhes oferecem maior segurança e proteção contra expropriação.

Ainda assim, dois problemas imediatos se materializam quando se pretende associar a prática da boa governança com a criação de valor: como mensurar a boa governança corporativa e como mensurar o valor proporcionado?

Diversos estudos têm sido feitos nos últimos anos investigando relações entre práticas de governança corporativa e retorno, volatilidade e liquidez das ações das empresas estudadas. Evidências empíricas em mercados de todo o mundo vêm

¹ *Stakeholders*: todos os grupos que possuem vínculo econômico com a empresa, como os empregados, fornecedores, clientes e credores, além dos acionistas. Ou, colocado de outra forma, todos os agentes que têm sua utilidade afetada pelas decisões da empresa.

reforçando o reconhecimento de que existe relação positiva entre a adesão a boas práticas de governança com o retorno e liquidez das ações e negativa entre a adoção de boas práticas e a volatilidade das ações. De uma forma mais geral, há evidência de que melhores práticas de governança corporativa estão, sim, relacionadas com maiores valores e melhores performances, assim como a menores custos de capital.

A maioria dos estudos recentes trabalha com índices de governança corporativa, que consideram aspectos diversos e permitem a quantificação da qualidade geral da governança em cada empresa. Outros trabalhos avaliam a boa governança a partir da adesão a segmentos diferenciados nos mercados de capitais em que estão presentes, como o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa no Brasil. A utilização de índices apresenta, como vantagens sobre outras formas de avaliação da governança, a objetividade dos dados e a possibilidade de construir séries temporais, permitindo estudos mais aprofundados, com menor incidência de vieses e com amostras maiores (Leal e Carvalho da Silva, 2005).

Dentre os artigos mais recentes utilizando índices de governança corporativa, pode-se citar La Porta et alli (2002), Gompers et alli (2003), Black et alli (2003), Bebchuck et alli (2004) e Leal e Carvalho da Silva (2005).

La Porta et alli (1998 e 2002) utilizam um índice (*antidirector rights index*) composto pela soma de 6 *dummies* relacionadas a práticas das empresas que aumentam a proteção dos investidores, encontrando relação positiva entre o índice e a valoração das empresas.

Gompers et alli (2003) constroem seu índice a partir de 24 provisões compiladas pelo IRRC (*Investors Responsibility Research Center*) que reduzem os direitos dos acionistas, adicionando um ponto ao “score” de cada firma para cada provisão adotada, utilizando uma amostra contendo 1500 empresas americanas. Seu estudo aponta para a conclusão de que firmas que proporcionam menos direitos aos acionistas apresentam maiores lucros e crescimento. Mostram, ainda, que um portfolio construído com as empresas denominadas “democráticas” teria proporcionado um retorno anual 9.3 pontos percentuais acima do retorno obtido com um portfolio construído a partir das empresas “ditatoriais” (aquelas que oferecem menor proteção). Bebchuck et alli (2004) verificam que, dentre as 24 provisões utilizadas por Gompers et alli (2003), apenas 6 são suficientes e integralmente responsáveis pelas relações encontradas, enquanto as demais não têm importância.

Black et alli (2003) utilizam 38 questões objetivas para construir um índice. Aplicando metodologia similar, Leal e Carvalhal da Silva (2005) desenvolvem um índice de governança corporativa a partir de itens que podem ser mensurados ou obtidos de forma objetiva através de informações públicas das empresas, utilizando-o para estudar o impacto da governança corporativa sobre o valor e a performance de firmas no Brasil e no Chile. Seus estudos mostram relações positivas entre o índice e o Q de Tobin das empresas.

Chavez e Silva (2005) e Carvalho (2003) estudam a relação entre governança, valor e liquidez a partir da adesão de empresas aos diferentes níveis de governança corporativa da Bovespa, através da metodologia de estudo de eventos.

Já Silveira, Barros e Famá (2003) investigam a relevância da estrutura de governança para o desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras entre 1998 e 2000, levando em consideração três variáveis: “separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho”, “tamanho do conselho” e “grau de independência do conselho de administração”.

Percebe-se que diferentes formas de avaliação da governança corporativa praticada podem ser verificadas na literatura. Além das mencionadas, outras formas diversas foram e vêm sendo também utilizadas (para mais detalhes, ver Leal, 2004).

Com relação às mensurações de valor e performance, verifica-se a utilização de variadas *proxies*, como o Q de Tobin, o ROA (*Return on Assets*) e os retornos financeiros de ações.

2.4. Governança Corporativa no Brasil

Países cujos sistemas jurídicos possuem suas raízes fundamentadas no “direito comum” (*common-law*) possuem maior nível de proteção aos investidores do que os países cujos sistemas se baseiam no “direito civil” (*civil-law*) (La Porta et alli, 1998). Como consequência, verifica-se nos países com sistemas jurídicos fundamentados na “lei civil”, em geral, maior concentração dos direitos de controle, maior utilização de estruturas indiretas de controle e maior utilização de ações sem direito a voto (Nenova, 2001, Leal, 2004 e La Porta et alli, 1998).

Apesar dos progressos recentes (consultar Borges e Serrão (2005) para um detalhamento da evolução da governança corporativa no Brasil), o ambiente

corporativo brasileiro, com leis e regras originadas na “lei civil” francesa, de fato ainda apresenta baixo grau de proteção legal aos investidores, alta concentração de controle acionário, elevada utilização de estruturas de pirâmides e utilização excessiva de ações sem direito a voto. La Porta et alli (1998) apontam a concentração de propriedade e controle como um mecanismo adaptativo natural dos investidores em resposta a ambientes que lhes proporcionam fraca proteção legal. Claessens et alli (2002), Lins (2003) e Leal et alli (2000) apresentam evidência de grande incidência de estruturas indiretas de controle e alta concentração de propriedade em países da Ásia, mercados emergentes e Brasil, respectivamente.

A evidência empírica mostra que a concentração de controle apresenta uma relação interessante com o valor e a performance corporativos (Morck et alli, 1998). De acordo com Jensen e Meckling (1976), a alta concentração traz benefícios ao permitir um maior e mais fácil monitoramento dos gestores por parte dos investidores, evitando a expropriação destes por parte daqueles. No entanto, após certo nível de concentração de controle, o conflito de agência em evidência passa a ser o de acionistas controladores contra acionistas não-controladores. A partir desse ponto, a relação entre concentração e valor passaria a ser negativa devido à expropriação dos não-controladores por parte dos controladores.

Esta discussão é de grande importância para o mercado brasileiro, onde o controle acionário das companhias é excessivamente concentrado. No mercado acionário do Brasil, maior mercado latino-americano, a utilização de ações sem direito a voto (PN) é elevadíssima. Cerca de 90% do volume negociado na Bovespa se refere a ações PN. A lei ainda permite que as empresas que abriram capital antes de 2001 possuam 2/3 de ações sem direito a voto. Ou seja, um acionista pode ser

controlador detendo apenas cerca de 17% do capital total de uma companhia (no caso, 50% + 1 ações ordinárias representativas de 1/3 do capital total), sem utilização de estruturas indiretas de controle. Para as empresas cuja abertura de capital tenha sido feita após a criação da Nova Lei das S.A.² (de 2001), exige-se a emissão de um mínimo de 50% de capital votante, percentual ainda considerado baixo para os padrões internacionais. De acordo com Chavez e Silva (2005), a percentagem média de ações com direito a votos nas mãos de grandes grupos controladores era de 64% em 2003, ainda maior do que os 58% em 1998³.

Um outro mecanismo utilizado para mitigar a falta de regras legais de governança e proteção aos investidores, melhorar os níveis de transparência e divulgação de informações e abrandar a abusiva expropriação dos acionistas minoritários é a criação de mercados especiais dentro dos mercados de capitais locais. No Brasil, a Bovespa criou três mercados com níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), nos quais diversas exigências devem ser cumpridas pelas empresas aderentes. As regras exigidas são gradativamente aumentadas em quantidade e qualidade através dos níveis, culminando no restritivo

² A Nova Lei das S.A., promulgada em outubro de 2001, procura, com suas alterações, reduzir riscos e maximizar a participação dos acionistas minoritários no controle da empresa. Algumas inovações: *tag-along*, novas regras para assento em conselho, limite de emissão de ações preferenciais, utilização da arbitragem como mecanismo para a solução de divergências entre controladores e minoritários, etc.

³ Note-se, ainda, que os dados mencionados referem-se apenas a companhias de capital aberto com ações negociadas em bolsa, não considerando outras formas de composição societária. Se levarmos em conta que no Brasil a forma mais comum de organização é a sociedade limitada, percebemos que a concentração de propriedade é ainda maior do que se imagina.

Novo Mercado, que possui o maior grau de exigência e rigidez (o anexo 1 contém o detalhamento das exigências em cada nível). A criação dos níveis de governança foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e pelo governo e marcou uma mudança na postura da Bovespa, que era de passividade nas questões de proteção a investidores (Borges e Serrão, 2005).

A premissa básica destes níveis diferenciados é a de que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Portanto, a adesão a esses segmentos de listagem diferenciada constitui uma oportunidade para estudar como o mercado avalia o compromisso com melhores práticas de governança corporativa (Carvalho, 2003). As vantagens desse tipo de estudo são, entre outras, a presença de um evento claramente identificável que indica o comprometimento da empresa com uma melhor governança corporativa e a possibilidade de utilizar medidas de mercado (ao invés de contábeis) para o valor das firmas, uma vez que todas possuem ações em bolsa (Chavez e Silva, 2005).

2.5. Hipóteses e Resultados Esperados

A primeira análise deste trabalho busca investigar se o comprometimento das empresas brasileiras com melhores práticas de governança corporativa tem impacto significativo em suas ações. Se o mercado avaliar positivamente a decisão de compromisso da empresa, espera-se que as ações tenham valorização, que sua liquidez aumente e sua volatilidade seja reduzida.

Como *proxy* para o comprometimento das empresas com melhor governança, utilizar-se-á, assim como Chavez e Silva (2005) e Carvalho (2003), a adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa. Dois eventos serão analisados: a data em que a empresa anunciou ao mercado a (intenção de) adesão e a data efetiva de adesão. Será avaliado, ainda, se impactos proporcionados pelos eventos são significativamente diferentes entre os tipos de ação (ON – ordinária, com direito a voto; e PN – preferencial, sem direito a voto) e entre os segmentos de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Chavez e Silva (2005), em estudo similar, apresentaram evidências de que o evento “adesão” não causava impactos significativos nas ações, apontando o resultado como consistente com a premissa de eficiência de mercado, sob a qual a reação do mercado se dá somente quando uma nova informação é divulgada. Portanto, o anúncio de que determinada empresa iria aderir deveria causar impactos mais significativos em suas ações do que o evento da adesão em si, o que se confirmou nos resultados de sua análise.

Chavez e Silva (2005) apontaram também que as ações com direito a voto reagem mais fortemente à notícia da decisão da empresa de aderir aos níveis diferenciados de governança do que as ações sem direito a voto. Nenova (2001) obtivera resultados semelhantes, explicando que os acionistas minoritários com direito a voto são mais sensíveis a mudanças no nível de proteção e governança. Por último, os autores afirmam encontrar evidências de que a liquidez das ações aumenta após a adesão.

Outro artigo que estuda o efeito da adesão foi feito por Carvalho (2003). O autor avalia o impacto sobre preço, liquidez e volatilidade das ações, utilizando diferentes janelas de evento ao redor da data de adesão e modelos de regressão em painel. Suas conclusões indicam que o comprometimento com melhores práticas de governança corporativa (a partir da adesão a um dos segmentos diferenciados da Bovespa) tem impacto positivo sobre o valor das ações, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos.

Os modelos desenvolvidos no presente trabalho para análise do impacto sobre liquidez e volatilidade tiveram inspiração naqueles utilizados por Carvalho (2003), apresentando semelhanças em sua forma técnica, sendo porém diferentes no conteúdo e ideologia.

Adicionalmente à análise do impacto dos eventos, investigar-se-á se houve efetiva mudança nas práticas de governança corporativa das empresas ou se estas já as praticavam antes de anunciar a adesão aos segmentos diferenciados.

A princípio, o que se espera é que os resultados somente apontem para relações significativas nos casos em que as empresas tiverem melhorado de fato suas práticas de governança. Nas situações em que a empresa já atendia as exigências e não alterou suas práticas, o anúncio da adesão ao mercado não deveria provocar reações expressivas, supondo-se a eficiência de mercado. Caso sejam encontrados efeitos significativos, pode-se supor pelo menos duas explicações: (1) o mercado atribui valor aos selos de governança corporativa da Bovespa, pois ainda que a empresa não tenha adotado novas práticas, a adesão ao selo representa o

compromisso de segui-las, sob fiscalização de uma reconhecida instituição; (2) o mercado não é eficiente.

3. METODOLOGIA

3.1. Descrição

Neste trabalho, predomina a pesquisa quantitativa, com a utilização de métodos estatísticos (mormente técnicas econométricas e testes de hipótese). O referencial teórico necessário como embasamento para a pesquisa foi obtido em livros, revistas e publicações especializadas, dissertações e teses, assim como *websites* relacionados ao tema.

Primeiramente, analisa-se o impacto da adesão e do anúncio de adesão aos segmentos diferenciados de listagem da Bovespa sobre o retorno, a liquidez e a volatilidade das ações.

Numa segunda análise, verifica-se se as empresas da amostra tiveram mudanças em seus índices de governança corporativa (indicando adesão a novas práticas de governança) no período de anúncio de adesão e no período de adesão. Os Índices são calculados conforme metodologia elaborada por Leal e Carvalho da Silva (2002), a partir de informações que podem ser obtidas objetivamente a partir de fontes disponíveis publicamente. A estruturação do Índice baseia-se em códigos de melhores práticas de governança corporativa, tais como o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e o da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O Anexo II expõe detalhadamente a metodologia de construção do Índice.

As empresas são então divididas em dois grupos: aquelas cujas práticas de governança corporativa se alteraram e aquelas cujas práticas não se alteraram. As

análises anteriores são, então, refeitas separando-se as empresas que tiveram e as que não tiveram mudanças em seus índices.

A seguir, descreve-se detalhadamente a metodologia utilizada para analisar os efeitos sobre cada aspecto: retorno, liquidez e volatilidade.

3.2. Impactos sobre os retornos

Para a análise do impacto sobre os retornos, utilizou-se a abordagem econométrica de estudo de evento, que, aplicada ao caso, consiste em identificar e mensurar a existência de retornos anormais ocorridos em períodos relativamente curtos em torno do evento. A estes breves períodos, dá-se o nome de janelas de evento.

Os eventos consistem (1) na data em que a empresa anunciou que iria aderir ao selo da Bovespa e (2) na própria data de adesão. Para estimar os retornos esperados, utilizou-se o modelo de mercado, que considera que os retornos de cada ação são funções lineares do retorno de mercado, conforme a equação (3.2.1):

$$R_{it} = \mathbf{a}_i + \mathbf{b}_i RM_t + \mathbf{e}_{it} \quad (3.2.1)$$

$$E[\mathbf{e}_{it}] = 0 \quad \text{Var}[\mathbf{e}_{it}] = \mathbf{s}_{e_i}^2$$

onde:

R_{it} é o retorno da ação i na data t ,

RM_t é o retorno do portfólio de mercado na data t ;

\mathbf{a}_i , \mathbf{b}_i e $\mathbf{s}_{e_i}^2$ são parâmetros do modelo de mercado.

Para estimação dos parâmetros de cada ação foram utilizados os 250 dados diários anteriores à maior janela de evento analisada. Como portfólio de mercado, foi

utilizado o Índice Bovespa, cujas ações que o compõem representam em média 80% do volume transacionado na Bolsa de Valores de São Paulo. Utilizou-se como procedimento para estimação o método dos mínimos quadrados (*OLS*), cujos resultados são consistentes e eficientes para o modelo de mercado, assumindo-se que os retornos possuem distribuição normal e são independentes e identicamente distribuídos no tempo (Campbell et alli, 1997). As janelas de evento utilizadas foram: de 1 dia anterior ao evento até 1 dia posterior ao evento; de 3 dias anteriores ao evento até 3 dias posteriores ao evento; de 5 dias anteriores ao evento até 5 dias posteriores ao evento. A figura 2 representa as janelas utilizadas, facilitando sua visualização.

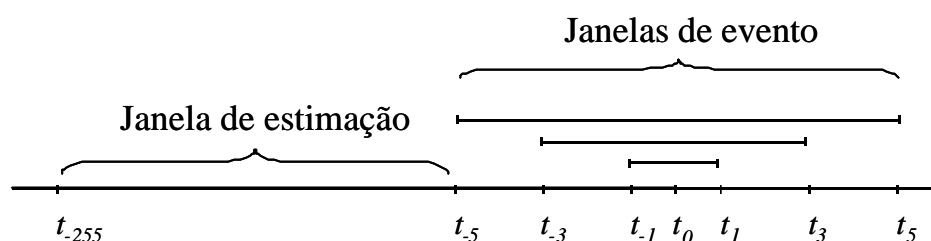


Figura 2 – Representação temporal (fora de escala) das janelas de estimação e de evento utilizadas para a análise do impacto do evento (data t_0) sobre os retornos das ações.

O termo e_{it} , para os dias da janela de evento, representa os retornos anormais, ou seja, a diferença entre os retornos observados e os retornos esperados, dada pela equação (3.2.2):

$$e_{it} = R_{it} - E[R_{it} | RM_t] \quad (3.2.2)$$

$$\text{onde } E[R_{it} | RM_t] = \mathbf{a}_i + \mathbf{b}_i RM_t$$

Os retornos anormais calculados pelo modelo de mercado conforme descrito apresentam distribuição normal com média zero (Campbell et alli, 1997). Para cada data da janela de estimação, calculou-se então os retornos anormais médios (RAM), dados pela equação (3.2.3):

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it} \quad (3.2.3)$$

Esse procedimento gera uma amostra de 250 retornos anormais médios, com média zero e desvio-padrão estimado conforme a equação (3.2.4):

$$\hat{S}(RAM_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-255}^{t=-6} (RAM_t - \overline{RAM})^2}{249}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-255}^{t=-6} RAM_t^2}{249}} \quad (3.2.4)$$

Para testar se os retornos anormais são significativamente diferentes de zero, utilizou-se a soma dos retornos anormais médios nos dias da janela de evento (Retornos Anormais Médios Acumulados - RAMA), conforme a equação (3.2.5):

$$RAMA = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=T_1}^{T_2} e_{it} \quad (3.2.5)$$

onde T_1 e T_2 são respectivamente o primeiro e o último dia da janela de evento.

Os retornos anormais médios acumulados possuem desvio-padrão estimado segundo a equação (3.2.6):

$$\hat{S}(RAMA) = \sqrt{T \times \hat{S}^2(RAM_t)} \quad (3.2.6)$$

onde T é o número de dias que compõe a janela de evento

Sendo assim, a estatística de teste a ser calculada para verificar se os retornos anormais acumulados em cada janela de evento são estatisticamente diferentes de zero se resume a:

$$\frac{RAMA}{\hat{S}(RAMA)}$$

Com relação aos dados das empresas e do mercado (Bovespa), foi utilizada como fonte o *Economática*. Foram levantados e utilizados os retornos logarítmicos⁴ (de 255 dias antes até 5 dias após os eventos de adesão e de anúncio) das ações listadas no apêndice 1.

Nem todas as ações de todas as empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa foram utilizadas. Algumas ações foram excluídas em função de fraco volume de negociação e conseqüente escassez de dados desejáveis (foram excluídas ações que, nos 250 dias de negociação anteriores a janela de evento de 11 dias, apresentavam menos de 225 dados, ou seja, não houve negociações em mais de 10% dos dias), outras foram excluídas devido à ocorrência de outros eventos significativos próximos às datas de adesão ou de anúncio de adesão aos segmentos diferenciados de listagem (excluíram-se ações de empresas para as quais foram identificadas notícias relevantes num período de 15 dias anteriores a 15

⁴ O retorno logarítmico é dado pela diferença logarítmica entre o preço de fechamento na data t e o

preço de fechamento na data $t-1$ ($\ln \frac{P_t}{P_{t-1}}$).

dias posteriores aos eventos analisados). Tais notícias poderiam influenciar os preços das ações nos dias próximos aos eventos, contaminando a análise.

As datas de adesão foram obtidas no *website* da Bovespa (www.bovespa.com.br). Para identificar as datas de anúncio de adesão, recorreu-se ao *website* Factiva, provedor mundial de notícias e informações (www.factiva.com). Esta base também foi utilizada para a identificação de outros eventos relevantes que pudessem influenciar a análise.

3.3. Impactos sobre a liquidez

Para se analisar os possíveis impactos sobre a liquidez das ações, criaram-se modelos de regressão em painel, nos quais o volume de negociação de cada ação em determinado dia (utilizado como *proxy* para a liquidez diária) é função do volume negociado na Bovespa (VM_t) e do volume negociado da própria ação no dia anterior ($V_{i,t-1}$), como na equação (3.3.1):

$$V_{i,t} = \mathbf{b}_0 + \mathbf{b}_1 VM_t + \mathbf{b}_2 V_{i,t-1} + \mathbf{m}_{i,t} \quad (3.3.1)$$

A opção por um modelo auto-regressivo se deu após a verificação de que um modelo mais simples, apenas com a variável de mercado (VM_t) e sem a variável com *lag* ($V_{i,t-1}$), apresentava evidências (através da estatística de *Durbin-Watson*) de autocorrelação de ordem 1 nos resíduos, tornando os estimadores viesados e não-eficientes. Ao se inserir a variável de *lag* 1, eliminou-se a autocorrelação.

Dois modelos foram utilizados: *painel agregado* e *painel desagregado (com efeitos fixos)*. Em ambos os modelos, foi criada uma variável *dummy* ($DE_{i,t}$) que identifica se a empresa já aderiu ao selo de governança ou não. Para os dias anteriores à adesão, a variável *dummy* para determinada ação recebe o valor zero. Para os dias posteriores à adesão, a variável *dummy* recebe o valor 1.

No modelo de painel agregado, os coeficientes para o volume da Bovespa e para o volume da ação no dia anterior são os mesmos para todas as ações, conforme a equação (3.3.2):

$$V_{i,t} = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 VM_t + \hat{b}_2 V_{i,t-1} + \hat{b}_3 DE_{i,t} + \hat{b}_4 DE_{i,t} VM_t + \hat{b}_5 DE_{i,t} V_{i,t-1} \quad (3.3.2)$$

No modelo de painel desagregado (com efeitos fixos), os coeficientes para o volume da Bovespa e para o volume da ação no dia anterior variam de ação para ação, sendo específicos (equação (3.3.3)). Neste caso, utiliza-se variáveis *dummy* para cada ação (D_i), a fim de se simplificar a representação. Cada variável D_i recebe o valor 1 para a ação i específica e zero para todas as demais ações.

$$V_{i,t} = \sum_{i=1}^N \hat{b}_{0,i} D_i + \sum_{i=1}^N \hat{b}_{1,i} D_i VM_t + \sum_{i=1}^N \hat{b}_{2,i} V_{i,t-1} + \hat{b}_3 DE_{i,t} + \hat{b}_4 DE_{i,t} VM_t + \hat{b}_5 DE_{i,t} V_{i,t-1} \quad (3.3.3)$$

Ao analisar a significância estatística dos coeficientes estimados \hat{b}_3 , \hat{b}_4 e \hat{b}_5 , estaremos avaliando se, após a adesão, houve mudança no volume de negociação das ações, de uma forma geral e, portanto, se houve impacto sobre a liquidez das ações.

Com relação aos dados empregados, utilizaram-se amostras de 200 dados de volume negociado anteriores às datas dos eventos em análise e 200 dados posteriores, excluindo-se da amostra os 3 dias ao redor do evento (ou seja, a própria data do evento, o dia anterior e o dia posterior ao evento). A exclusão foi realizada por se acreditar que o evento poderia influenciar pontualmente o volume negociado da ação. No entanto, o intuito da análise é avaliar se o fato da empresa melhorar suas práticas de governança provoca aumento na liquidez de suas ações, não pontualmente, mas sim no médio e longo prazo.

3.4. Impactos sobre a volatilidade

Na análise dos impactos da adesão e do anúncio de adesão sobre a volatilidade das ações, empregou-se metodologia similar à utilizada na análise de liquidez, através de modelos de regressão em painel.

Como *proxy* para a volatilidade diária (\mathbf{n}), foi utilizado o quadrado dos retornos logarítmicos, prática comumente empregada (ver, por exemplo, Pagan e Schwert, 1990 e West e Cho, 1995), apesar das recentes críticas (quanto ao elevado nível de ruído existente) encontradas em literatura especializada (como em Andersen e Bollerslev, 1998).

Os modelos pressupõem que a volatilidade de cada ação em determinado dia ($\mathbf{n}_{i,t}$) é função da volatilidade do mercado ($\mathbf{n}M_t$) e da volatilidade da própria ação no dia anterior ($\mathbf{n}_{i,t-1}$), como na equação (3.4.1):

$$\mathbf{n}_{i,t} = \mathbf{b}_0 + \mathbf{b}_1 \mathbf{n}M_t + \mathbf{b}_2 \mathbf{n}_{i,t-1} + \mathbf{m}_{i,t} \quad (3.4.1)$$

A opção por um modelo auto-regressivo, como no caso do estudo da liquidez, se deu após a verificação de que um modelo mais simples, apenas com a variável de mercado ($\mathbf{n}M_t$) e sem a variável com *lag* ($\mathbf{n}_{i,t-1}$), também apresentava evidências (através da estatística de *Durbin-Watson*) de autocorrelação de ordem 1 nos resíduos, tornando os estimadores viesados e não-eficientes. Ao se inserir a variável de *lag* 1, eliminou-se a autocorrelação.

Assim como na análise do impacto sobre a liquidez, o modelo de painel agregado possui coeficientes idênticos, para todas as ações, para a volatilidade do mercado e para a volatilidade da ação no dia anterior, conforme a equação (3.4.2):

$$\mathbf{n}_{i,t} = \hat{\mathbf{b}}_0 + \hat{\mathbf{b}}_1 \mathbf{n}M_t + \hat{\mathbf{b}}_2 \mathbf{n}_{i,t-1} + \hat{\mathbf{b}}_3 DE_{i,t} + \hat{\mathbf{b}}_4 DE_{i,t} \mathbf{n}M_t + \hat{\mathbf{b}}_5 DE_{i,t} \mathbf{n}_{i,t-1} \quad (3.4.2)$$

No modelo de painel desagregado (com efeitos fixos), os coeficientes para a volatilidade do mercado e para a volatilidade da ação no dia anterior variam de ação para ação, sendo específicos. Neste caso, utilizam-se variáveis *dummy* para cada ação (D_i) a fim de se simplificar a representação, conforme a equação (3.4.3):

$$\mathbf{n}_{i,t} = \sum_{i=1}^N \hat{\mathbf{b}}_{0,i} D_i + \sum_{i=1}^N \hat{\mathbf{b}}_{1,i} D_i \mathbf{n}M_t + \sum_{i=1}^N \hat{\mathbf{b}}_{2,i} D_i \mathbf{n}_{i,t-1} + \hat{\mathbf{b}}_3 DE_{i,t} + \hat{\mathbf{b}}_4 DE_{i,t} \mathbf{n}M_t + \hat{\mathbf{b}}_5 DE_{i,t} \mathbf{n}_{i,t-1} \quad (3.4.3)$$

Ao analisar a significância estatística dos coeficientes estimados $\hat{\mathbf{b}}_3$, $\hat{\mathbf{b}}_4$ e $\hat{\mathbf{b}}_5$, estaremos avaliando se, após a adesão, houve mudança na volatilidade das ações, ou seja, se a adesão teve impacto sobre a volatilidade das ações de uma forma geral.

Com relação aos dados empregados, utilizaram-se amostras de 200 dados de volatilidade anteriores às datas dos eventos em análise e 200 dados posteriores, excluindo-se da amostra os 3 dias ao redor do evento (ou seja, a própria data do evento, o dia anterior e o dia posterior ao evento). A exclusão foi realizada por se acreditar que o evento poderia influenciar pontualmente a volatilidade da ação. No entanto, o intuito da análise é avaliar se o fato da empresa melhorar suas práticas de governança provoca redução na volatilidade de suas ações, não pontualmente, mas sim no médio e longo prazo.

4. ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

4.1. Impactos sobre os retornos

A tabela 1 mostra os resultados para a análise dos impactos do anúncio de adesão sobre os retornos das ações das empresas aderentes.

Na amostra contendo todas as ações de empresas que anunciaram que migrariam para qualquer um dos níveis de governança, todos os resultados obtidos são estatisticamente significantes ao nível de 5%, sendo que o resultado para a janela de 11 dias é significativo ao nível de 1%. Tal resultado é bastante expressivo e nos conduz à conclusão de que o mercado percebe os comunicados de adesão das empresas de forma bastante positiva, de uma forma geral. Se levarmos em conta a janela de 3 dias (o dia anterior ao anúncio, o dia do anúncio e o dia posterior), por exemplo, a análise mostra um retorno anormal médio de 0.65% por dia, com estatística de teste de 2,47 (resultado com significância estatística considerada alta, com *p-valor* de 1,4%). Para a janela de 11 dias o retorno anormal médio diário foi de 0.42%, com estatística de teste de 3,07 (significância estatística muito elevada, com *p-valor* de 0.2%).

Os resultados encontrados para ações do tipo ON (com direito a voto) foram em geral mais significantes do que os encontrados para ações do tipo PN (sem direito a voto). Da mesma forma, os retornos anormais das ações de empresas que comunicaram a migração ao nível 2 e ao novo mercado foram maiores e mais significantes do que os das ações de empresas do nível 1, tendo sido o novo mercado responsável pelos resultados mais expressivos.

Curiosamente, os retornos anormais das ações PN de empresas que anunciaram adesão ao nível 2 ou novo mercado são estatisticamente mais significantes em comparação com as ações ON. Já para as empresas aderentes ao nível 1, ocorre o contrário, tendo as ações ON obtido retornos anormais mais significantes em todas as janelas de evento.

Tabela 1 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre os retornos das ações das empresas aderentes.

A tabela mostra os retornos anormais diários obtidos nas janelas de evento de 3, 7 e 11 dias, bem como suas respectivas estatísticas de teste, entre parênteses. A coluna “n” expõe a quantidade de empresas presente em cada amostra.

	n	t-1 - t+1	t-3 - t+3	t-5 - t+5	MÉDIA
ON + PN					
TODAS	32	0.65 ** (2.47)	0.44 ** (2.53)	0.42 *** (3.07)	0.50 (2.69)
N1	24	0.30 (1.02)	0.20 (1.04)	0.26 * (1.71)	0.26 (1.26)
N2	4	0.72 (0.98)	1.26 *** (2.60)	1.00 *** (2.60)	0.99 (2.06)
NM	4	2.68 *** (3.66)	1.03 ** (2.14)	0.79 ** (2.06)	1.50 (2.62)
ON					
TODAS	9	1.58 *** (3.37)	0.65 ** (2.10)	0.60 ** (2.46)	0.94 (2.64)
N1	5	1.35 ** (2.44)	0.51 (1.42)	0.41 (1.43)	0.76 (1.76)
N2+NM	4	1.86 ** (2.17)	0.81 (1.44)	0.84 * (1.87)	1.17 (1.82)
PN					
TODAS	23	0.29 (0.93)	0.35 * (1.75)	0.35 ** (2.18)	0.33 (1.62)
N1	19	0.02 (0.07)	0.12 (0.53)	0.23 (1.28)	0.12 (0.63)
N2+NM	4	1.53 ** (2.03)	1.47 *** (2.97)	0.95 ** (2.40)	1.32 (2.47)
MÉDIA		1.10 (1.91)	0.68 (1.85)	0.59 (2.11)	0.79 (1.96)

* Estatisticamente significativa a 10%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

*** Estatisticamente significativa a 1%.

A tabela 2 mostra os resultados para a análise dos impactos da adesão aos segmentos de governança corporativa da Bovespa sobre os retornos das ações das

empresas aderentes (o evento agora é representado pela própria data em que a empresa aderiu formalmente).

Na amostra contendo todas as ações de empresas que migraram para qualquer um dos níveis de governança, os resultados obtidos em todas as janelas de evento são estatisticamente significantes ao nível de 5%, sendo os da janela de 3 dias significantes ao nível de 1%. Este resultado é de certa forma surpreendente, uma vez que, em teoria, a adesão em si não representa informação nova ao mercado. Apesar dos retornos anormais serem menos significantes e ligeiramente inferiores aos dos encontrados na análise do impacto dos anúncios de adesão, são ainda bastante expressivos e demonstram que o mercado avalia positivamente a adesão, apesar dela já ter sido anunciada previamente.

No entanto, se olharmos mais a fundo, podemos perceber que este resultado é impulsionado pelas empresas aderentes ao nível 1, uma vez que na análise do impacto sobre ações nível 2 e novo mercado não se obteve retornos anormais significantes.

Mais uma vez obteve-se um resultado deveras curioso. Em contraste com os resultados obtidos na análise do anúncio de migração, as ações nível 1 que tiveram retornos anormais mais estatisticamente significantes foram as PN. Na amostra contendo ações ON e PN do nível 1, os resultados para o evento “adesão” foram muito mais significantes do que os resultados para o evento “anúncio”. O contrário ocorreu para ações nível 2 e novo mercado, cujos resultados do evento “anúncio” foram bastante mais significantes do que os do evento “adesão”.

Tabela 2 – Impactos do evento “adesão” sobre os retornos das ações das empresas aderentes.

A tabela mostra os retornos anormais diários obtidos nas janelas de evento de 3, 7 e 11 dias, bem como suas respectivas estatísticas de teste, entre parênteses. A coluna “n” expõe a quantidade de empresas presente em cada amostra.

	n	t-1 - t+1	t-3 - t+3	t-5 - t+5	MÉDIA
ON + PN					
TODAS	31	0.73 *** (2.59)	0.44 ** (2.35)	0.31 ** (2.07)	0.49 (2.34)
N1	24	0.94 *** (3.03)	0.58 *** (2.85)	0.38 ** (2.32)	0.63 (2.73)
N2	4	0.48 (0.74)	0.57 (1.33)	0.47 (1.36)	0.51 (1.14)
NM	3	-0.56 -(0.49)	-0.88 -(1.20)	-0.48 -(0.81)	-0.64 -(0.83)
ON					
TODAS	9	0.56 (1.09)	0.20 (0.60)	0.33 (1.21)	0.36 (0.97)
N1	5	1.39 ** (2.38)	0.84 ** (2.20)	0.89 *** (2.90)	1.04 (2.49)
N2+NM	4	-0.48 -(0.55)	-0.60 -(1.04)	-0.37 -(0.81)	-0.48 -(0.80)
PN					
TODAS	22	0.81 ** (2.53)	0.53 ** (2.55)	0.30 * (1.78)	0.55 (2.29)
N1	19	0.82 ** (2.43)	0.51 ** (2.31)	0.24 (1.38)	0.52 (2.04)
N2+NM	3	0.73 (0.86)	0.67 (1.21)	0.64 (1.45)	0.68 (1.18)
MÉDIA		0.54 (1.46)	0.29 (1.32)	0.27 (1.29)	0.37 (1.35)

* Estatisticamente significativa a 10%.

** Estatisticamente significativa a 5%.

*** Estatisticamente significativa a 1%.

Convém ressaltar que algumas amostras são pequenas, requerindo cautela nas análises e impondo limitações às interpretações.

4.2. Impactos sobre a liquidez

A Tabela 3 apresenta os resultados obtidos nos modelos de painel agregado e desagregado para os impactos do anúncio de adesão sobre a liquidez das ações. O painel desagregado não apresentou resultados significativos. Porém, o painel agregado aponta que a relação entre o volume de negociação de um dia e o volume do dia anterior aumenta significativamente após o anúncio de adesão aos níveis de governança corporativa, indicando aumento da liquidez.

Tabela 3 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

PAINEL AGREGADO			
Variáveis	Coefficiente	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	1,060,960	6.63 ***
<i>VM</i>	b_1	0.0004	1.73 *
V_{t-1}	b_2	0.5351	53.58 ***
<i>DE</i>	b_3	-67,403	-0.32
<i>DE*VM</i>	b_4	-0.0002	-0.65
$DE*V_{t-1}$	b_5	0.0840	5.78 ***
PAINEL DESAGREGADO			
Variáveis	Coefficiente	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	149,972	0.83
<i>DE*VM</i>	b_4	-0.0001	-0.33
$DE*V_{t-1}$	b_5	0.0191	1.42

* Estatisticamente significante a 10%

** Estatisticamente significante a 5%

*** Estatisticamente significante a 1%

A tabela 4 mostra os resultados obtidos na análise do impacto da adesão sobre a liquidez, através dos modelos de painel agregado e painel desagregado. Os resultados são bastante similares aos obtidos na análise do evento “anúncio de adesão”. A evidência aponta para uma mudança positiva na relação pressuposta pelo modelo, em que o volume de um dia é linearmente dependente do volume no dia anterior. O modelo se mostrou certo, uma vez que os coeficientes b_2 e b_5 são bastante significantes estatisticamente. No entanto, o modelo apontou como não significantes os coeficientes b_1 e b_4 , apontando que a dependência em relação à liquidez do mercado não é, de uma forma geral, significativa.

Tabela 4 – Impactos do evento “adesão” sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

PAINEL AGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	1,249,781	8.07 ***
<i>VM</i>	b_1	0.0002	0.84
V_{t-1}	b_2	0.5167	51.01 ***
<i>DE</i>	b_3	-216,666	-1.06
<i>DE*VM</i>	b_4	0.0001	0.40
$DE*V_{t-1}$	b_5	0.0935	6.33 ***

PAINEL DESAGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	70,009	0.39
<i>DE*VM</i>	b_4	0.0001	0.68
$DE*V_{t-1}$	b_5	0.0192	1.38

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

4.3. Impactos sobre a volatilidade

Na tabela 5, pode-se observar os resultados da análise do impacto dos anúncios de adesão sobre a volatilidade das ações. A alta significância estatística observada para o coeficiente b_3 , tanto no painel agregado quanto no painel desagregado, indica uma redução na volatilidade das ações após o evento “anúncio”. O painel desagregado, no entanto, aponta também para uma mudança positiva na relação da volatilidade de um dia com a volatilidade do dia anterior conforme proposto pelo modelo. No entanto, pode-se facilmente demonstrar que o valor negativo do coeficiente b_3 mais do que compensa, em geral, este aumento na relação volatilidade(t)/volatilidade(t-1), permitindo-nos afirmar que a evidência indica redução na volatilidade das empresas que aderem aos segmentos de governança da Bovespa.

Tabela 5 – Impactos do evento “anúncio de adesão” sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

PAINEL AGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	0.0004	17.83 ***
nM	b_1	0.5394	17.10 ***
n_{t-1}	b_2	0.1920	17.09 ***
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-2.96 ***
$DE \cdot nM$	b_4	0.0634	1.44
$DE \cdot n_{t-1}$	b_5	0.0097	0.57
PAINEL DESAGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-3.20 ***
$DE \cdot nM$	b_4	0.0073	0.16
$DE \cdot n_{t-1}$	b_5	0.0465	2.47 **

* Estatisticamente significativa a 10%
 ** Estatisticamente significativa a 5%
 *** Estatisticamente significativa a 1%

A Tabela 6 apresenta os resultados obtidos nos modelos de painel agregado e desagregado para os impactos da adesão sobre a volatilidade das ações. Os resultados são muito parecidos com os obtidos na análise do impacto do anúncio de adesão, indicando menor volatilidade das ações das empresas após a adesão.

Tabela 6 – Impactos do evento “adesão” sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

PAINEL AGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	0.0004	17.78 ***
<i>nM</i>	b_1	0.5487	17.05 ***
<i>n t-1</i>	b_2	0.1851	16.06 ***
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-2.46 **
<i>DE*nM</i>	b_4	0.0575	1.31
<i>DE*n t-1</i>	b_5	0.0012	0.07
PAINEL DESAGREGADO			
Variáveis	Coeficiente	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-2.71 ***
<i>DE*nM</i>	b_4	0.0048	0.11
<i>DE*n t-1</i>	b_5	0.0365	1.97 **

* Estatisticamente significante a 10%
 ** Estatisticamente significante a 5%
 *** Estatisticamente significante a 1%

4.4. Incorporando o Índice de Governança Corporativa

Nesta seção, é investigado se a adesão das empresas aos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa realmente representaram melhoria nas práticas de governança das empresas.

A tabela 7 apresenta o levantamento dos IGC para as empresas aderentes, antes e depois da adesão.

Tabela 7 – Índice de Governança Corporativa das empresas aderentes aos Níveis 1, 2 e Novo Mercado da Bovespa, antes e depois da adesão.

	Nome de Pregão	Adesão	IGC Antes	IGC Depois	Mudança	
Nível 1	ARACRUZ	16/04/2002	7	6	-1	piorou
	BRADESCO	26/06/2001	9	8	-1	piorou
	ITAUBANCO	26/06/2001	7	7	0	
	BRADESPAR	26/06/2001	8	8	0	
	TRAN PAULIST	18/09/2002	8	8	0	
	CONFAB	19/12/2003	7	7	0	
	DURATEX	05/05/2005	9	9	0	
	FRAS-LE	11/11/2004	4	4	0	
	GERDAU	26/06/2001	6	6	0	
	GLOBOCABO	26/06/2001	6	6	0	
	IOCHP-MAXION	10/11/2005	9	9	0	
	KLABIN S/A	10/12/2002	8	8	0	
	GERDAU MET	25/06/2003	8	8	0	
	RANDON PART	26/06/2001	6	6	0	
	SADIA S/A	26/06/2001	8	8	0	
	ALPARGATAS	15/07/2003	6	7	1	melhorou
	ULTRAPAR	27/10/2005	8	9	1	melhorou
	UNIBANCO	26/06/2001	8	8	0	
	UNIPAR	24/11/2004	6	6	0	
	VCP	14/11/2001	6	6	0	
	MÉDIA		7.20	7.20	0	
Nível 2	CELESC	26/06/2002	6	10	4	melhorou
	ELETROPAULO	13/12/2004	6	7	1	melhorou
	ETERNIT	02/03/2005	8	14	6	melhorou
	MARCOPOLO	03/09/2002	5	9	4	melhorou
		MÉDIA		6.25	10.00	3.75
Novo Mercado	SABESP	24/04/2002	10	14	4	melhorou
	PERDIGAO S/A	12/04/2006	9	14	5	melhorou
	ROSSI RESID	27/01/2006	6	14	8	melhorou
	TRACTEBEL	16/11/2005	6	11	5	melhorou
		MÉDIA		7.75	13.25	5.50

De acordo com os dados levantados, dentre as empresas da amostra que aderiram ao nível 1, apenas duas apresentaram melhora de 1 ponto em seus índices de governança corporativa. Duas empresas tiveram queda de 1 ponto e as demais não alteraram suas práticas (conforme mensurado pelo índice).

Já no nível 2 e no novo mercado, todas as empresas aderentes apresentaram melhora em seus índices. No nível 2 houve um aumento médio de 3.75 no índice de governança, enquanto no novo mercado o aumento médio foi de 5.50 pontos.

Os índices demonstram, conforme se esperava, que as empresas que aderiram aos segmentos mais exigentes produziram as maiores alterações em suas práticas de governança. Os índices são coerentes gradativamente com os níveis de governança corporativa, tendo as empresas do novo mercado os melhores índices, seguidas pelas firmas do nível 2.

A seguir, avaliar-se-á se existe diferença significativa entre os impactos provocados pelos eventos de “anúncio” e de “adesão”, nas empresas que realmente melhoraram suas práticas, de um lado e, de outro lado, nas empresas que não alteraram suas práticas de governança corporativa para melhor. O procedimento utilizado foi o mesmo das análises anteriores, separando-se a amostra em duas partes.

4.4.1. Impactos sobre os retornos

A tabela 7 expõe os resultados dos eventos “anúncio” e “adesão” para ambas as amostras: empresas que tiveram melhoras em suas práticas de governança corporativa (“Mudaram”), conforme mensurado pelo IGC, e empresas que não apresentaram melhoras no IGC (“Não Mudaram”).

Tabela 8 – Impactos do anúncio de adesão e da adesão sobre os retornos das ações das empresas aderentes, separadas entre aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e aquelas que não as melhoraram.

A tabela mostra os retornos anormais diários obtidos nas janelas de evento de 3, 7 e 11 dias, bem como suas respectivas estatísticas de teste, entre parênteses. A coluna “n” expõe a quantidade de empresas presente em cada amostra.

		n	t-1 - t+1	t-3 - t+3	t-5 - t+5	MÉDIA
Evento "Anúncio"	Mudaram	10	1.24 *** (2.66)	0.84 *** (2.76)	0.64 *** (2.61)	0.91 (2.67)
	Não Mudaram	22	0.38 (1.21)	0.25 (1.21)	0.32 ** (1.97)	0.32 (1.46)
Evento "Adesão"	Mudaram	9	0.06 (0.11)	0.04 (0.11)	0.04 (0.14)	0.05 (0.12)
	Não Mudaram	22	1.01 *** (3.15)	0.60 *** (2.85)	0.41 ** (2.47)	0.67 (2.82)

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

O resultado para o evento “anúncio” apresenta, conforme esperado, maiores retornos anormais com melhores significâncias nos casos das empresas que realmente se empenharam em melhorar suas práticas de governança corporativa.

Porém, os resultados obtidos para o evento “adesão” são surpreendentes. Encontraram-se, para empresas que não melhoraram seus índices de governança, maiores e mais significantes retornos anormais.

4.4.2. Impactos sobre a liquidez

As tabelas 9 e 10 mostram os resultados sobre a liquidez para os dois grupos de empresas. Os resultados são bastante semelhantes para o evento “anúncio” (tabela 9) e para o evento “adesão” (tabela 10). As evidências do modelo em painel

desagregado apontam para uma mudança estatisticamente significativa no volume das ações após os eventos, conforme as relações propostas. No entanto, apesar do coeficiente b_3 indicar um aumento de quase R\$1 milhão, em média, após os anúncios de adesão e aproximadamente R\$800 mil após as adesões, os coeficientes b_4 e b_5 indicam alteração negativa no quanto o volume do mercado e o volume do dia anterior influenciam no volume negociado em determinado dia. Portanto, não se pode afirmar, a partir dos dados obtidos, que o volume das ações de empresas que melhoraram seus índices aumenta de fato após os eventos.

Num cenário hipotético, caso o volume de mercado em determinado dia (após o evento) tal qual mensurado pelo Ibovespa fosse de R\$ 500 milhões⁵ e o volume da ação negociado no dia anterior fosse de aproximadamente R\$ 4,5 milhões, o efeito da adesão seria nulo, não provocando aumento nem diminuição de volume. Para valores menores do que os citados, o efeito seria positivo, provocando aumento do volume após os eventos. Para valores maiores, o efeito seria o contrário.

No caso das empresas que não alteraram suas práticas de governança, há evidência de uma mudança positiva após os eventos na relação entre o volume negociado em determinado dia e o volume do dia anterior.

⁵ Volume médio aproximado do ano 2002, no qual a maioria das empresas que melhoraram suas práticas de governança corporativa aderiram aos segmentos diferenciados.

Tabela 9 – Impactos do anúncio de adesão sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

As empresas foram separadas em dois grupos: um contendo aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e outro com aquelas que não as melhoraram.

PAINEL AGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	-95,071	-0.58	1,322,598	5.94 ***
<i>VM</i>	b_1	0.0010	5.42 ***	0.0003	0.91
V_{t-1}	b_2	0.5801	17.28 ***	0.5283	46.76 ***
<i>DE</i>	b_3	203,306	0.90	-109,915	-0.39
<i>DE*VM</i>	b_4	-0.0002	-1.02	-0.0003	-0.68
$DE*V_{t-1}$	b_5	0.0453	1.23	0.0864	5.08 ***

PAINEL DESAGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	949,460	4.06 ***	-154,684	-0.64
<i>DE*VM</i>	b_4	-0.0006	-2.60 ***	0.0004	1.17
$DE*V_{t-1}$	b_5	-0.2128	-4.38 ***	0.0276	1.83 *

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

Tabela 10 – Impactos da adesão sobre a liquidez das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

As empresas foram separadas em dois grupos: um contendo aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e outro com aquelas que não as melhoraram.

PAINEL AGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
Constante	b_0	79,984	0.47	1,492,654	7.07 ***
VM	b_1	0.0007	4.24 ***	0.0001	0.44
V_{t-1}	b_2	0.5625	14.26 ***	0.5102	44.87 ***
DE	b_3	46,811	0.20	-220,600	-0.81
DE*VM	b_4	0.0001	0.67	-0.0001	-0.28
DE* V_{t-1}	b_5	0.0255	0.60	0.1000	5.80 ***

PAINEL DESAGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
DE	b_3	819,301	3.27 ***	-108,542	-0.46
DE*VM	b_4	-0.0002	-0.78	0.0003	1.05
DE* V_{t-1}	b_5	-0.1620	-2.80 ***	0.0255	1.65 *

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

4.4.3. Impactos sobre a volatilidade

As tabelas 11 e 12 mostram os resultados das análises dos impactos sobre a volatilidade das ações dos dois grupos de empresas: aquele na qual as empresas tiveram seus índices de governança corporativa melhorados e aquele na qual as empresas não melhoraram seus índices.

Os resultados obtidos para as empresas que alteraram suas práticas, melhorando sua governança, indicam que a volatilidade de suas ações é reduzida após os eventos de anúncio e de adesão.

No caso das empresas que não melhoraram seus índices de governança, obtiveram-se também resultados estatisticamente significantes. Porém, os resultados tendem a indicar uma redução menos expressiva na volatilidade das ações, pois apesar do índice b_3 apontar redução média, os índices b_4 (painel agregado) e b_5 (painel desagregado) indicam alterações positivas nas relações entre a volatilidade da ação e a volatilidade do mercado, e entre a volatilidade da ação em determinado dia e a volatilidade no dia anterior, respectivamente (porém estas alterações não são suficientes, em geral, para cancelar o efeito negativo do coeficiente b_3).

Tabela 11 – Impactos do anúncio de adesão sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

As empresas foram separadas em dois grupos: um contendo aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e outro com aquelas que não as melhoraram.

PAINEL AGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	0.0005	9.21 ***	0.0004	15.29 ***
nM	b_1	0.6801	10.15 ***	0.4944	13.86 ***
$n t-1$	b_2	0.1924	10.35 ***	0.1880	13.11 ***
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-1.65 *	-0.0001	-2.12 **
$DE * n M$	b_4	-0.2489	-2.28 **	0.1331	2.76 ***
$DE * n t-1$	b_5	-0.0532	-1.10	0.0183	0.94

PAINEL DESAGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-1.83 *	-0.0001	-2.25 **
$DE * n M$	b_4	-0.1368	-1.27	0.0363	0.75
$DE * n t-1$	b_5	-0.1126	-2.29 **	0.0745	3.70 ***

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

Tabela 12 – Impactos da adesão sobre a volatilidade das ações das empresas aderentes através das metodologias de Painel Agregado e Painel Desagregado.

As empresas foram separadas em dois grupos: um contendo aquelas que melhoraram suas práticas de governança corporativa e outro com aquelas que não as melhoraram.

PAINEL AGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>Constante</i>	b_0	0.0004	9.88 ***	0.0004	14.73 ***
nM	b_1	0.5999	9.28 ***	0.5360	14.42 ***
$n t-1$	b_2	0.1666	8.63 ***	0.1934	13.55 ***
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-1.63	-0.0001	-1.45
<i>DE*nM</i>	b_4	-0.1240	-1.27	0.0925	1.86 *
<i>DE*n t-1</i>	b_5	-0.0581	-1.28	-0.0016	-0.08

PAINEL DESAGREGADO					
Variáveis	Coeficiente	Mudaram		Não Mudaram	
		Valor	t-stat	Valor	t-stat
<i>DE</i>	b_3	-0.0001	-1.65 *	-0.0001	-1.85 *
<i>DE*nM</i>	b_4	-0.0690	-0.70	0.0226	0.45
<i>DE*n t-1</i>	b_5	-0.1159	-2.40 **	0.0588	2.92 ***

* Estatisticamente significativa a 10%

** Estatisticamente significativa a 5%

*** Estatisticamente significativa a 1%

5. CONCLUSÕES

Este trabalho se propôs a investigar o impacto da adesão aos segmentos de listagem diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) sobre os retornos, a liquidez e a volatilidade das ações das empresas. O estudo é realizado levando-se em conta dois eventos distintos: a data de notícia ou comunicado da empresa anunciando a adesão e a própria data de adesão.

Os resultados permitem chegar a algumas conclusões interessantes. Encontrou-se evidência de que a adesão aos níveis de governança, de uma forma geral, possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações.

Para empresas aderentes ao nível 2 e ao novo mercado, os impactos sobre os retornos foram em geral maiores e mais significantes estatisticamente para o evento “anúncio”, conforme era esperado. Porém, o inverso ocorreu com as ações das empresas que aderiram ao nível 1.

Já os impactos sobre liquidez e volatilidade são praticamente indiferentes entre o evento “anúncio” e o evento “adesão”.

Investiga-se também se a adesão aos níveis de governança da Bovespa representa melhoria nas práticas de governança corporativa através de um índice de governança corporativa e se os resultados são significativamente diferentes entre as empresas que aumentaram seus índices e as que não aumentaram.

Para a maioria das empresas aderentes ao nível 1, a adesão não representou melhoria na governança. Já as empresas que aderiram ao nível 2 e ao novo

mercado apresentaram melhoria em suas práticas de governança corporativa, tendo sido as empresas do novo mercado responsáveis pelos aumentos mais expressivos em seus índices.

Ao se separar as empresas em dois grupos, um na qual as empresas melhoraram seus índices de governança e outro na qual não melhoraram, obtiveram-se alguns resultados curiosos.

As empresas que mudaram apresentaram retornos anormais maiores e mais significativos estatisticamente na análise do impacto do anúncio de adesão. Já para o impacto da adesão em si, a situação se inverteu, com as empresas que não mudaram apresentando retornos anormais maiores e mais significantes.

Possivelmente, o mercado viu com desconfiança o anúncio de adesão das empresas N1, uma vez que a aderência não significaria maior empenho nas boas práticas de governança corporativa. No entanto, a efetiva adesão parece ter sido visto com bons olhos, refletindo talvez a percepção de que as empresas aderentes teriam que se comprometer com as boas práticas de governança corporativas exigidas pelo nível 1, sendo fiscalizadas agora pela própria Bovespa.

Já para as empresas N2 e NM, talvez tenha sido verificado o efetivo comprometimento por melhores práticas quando do anúncio de adesão, refletindo em maiores retornos. Porém, uma vez que os preços das ações já haviam sido ajustados pelo mercado devido ao compromisso de melhoria das práticas de governança por parte das empresas, não faria sentido as ações apresentarem novamente retornos anormais na ocasião da adesão. Convém destacar que os

retornos anormais obtidos pelas ações N2 e NM no anúncio de adesão são significativamente maiores do que os obtidos pelas ações N1 na adesão.

Na análise da liquidez, apesar de haver evidências de impactos estatisticamente significantes sobre as ações das empresas que melhoraram seus Índices de Governança Corporativa, não se pode afirmar, pelo modelo utilizado, que estes impactos são sempre positivos. A significância estatística dos resultados se mostrou maior para as empresas que tiveram seus índices de governança aumentados.

Na busca por um modelo que tivesse maior poder de explicação, a análise acabou se mostrando demasiado complexa. A utilização de modelos mais simples talvez obtenha melhor eficácia na avaliação do impacto sobre a liquidez e a volatilidade.

Na análise da volatilidade, encontrou-se evidência empírica de que as empresas que melhoraram suas práticas tiveram reduções significativamente mais expressivas na volatilidade de suas ações após a adesão.

Por fim, convém ressaltar que certa cautela é necessária em algumas análises e interpretações devido à exiguidade das amostras correspondentes disponíveis. Espera-se, futuramente, que este trabalho possa servir de referência para que pesquisas similares sejam realizadas com amostras mais representativas, que possibilitariam a obtenção de resultados melhores e mais robustos.

REFERÊNCIAS

ANDERSEN, T. G.; BOLLERSLEV, T. Answering the Skeptics: Yes, Standard Volatility Models do Provide Accurate Forecasts. **International Economic Review**, Philadelphia, v. 39, 885-905, 1998.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; FERRELL, A. **What Matters in Corporate Governance?** Harvard Law & Economics Discussion Paper No. 491, 2004.

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. **Does Corporate Governance Affect Firm Value?** Working Paper, 327, Stanford Law School, 2003.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. de B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 14, p. 3-31, 1985.

BROWN, S. J.; WARNER, J. B. Measuring security price performance. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 8, p. 205-258, 1980.

CARVALHAL DA SILVA, A.; SUBRAHMANYAM, A. - Dual-Class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 13, p. 1-24, 2007.

CARVALHO, A. G. de. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA**, São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/uspniveis.pdf>>

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1997.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, Oxford, v. 57, nº 6, p. 2741-2771, 2002.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, Boston: Harvard University Press, v. 118, p. 107-155, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: North Holland, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KRAAKMAN, R. R. et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. New York: Oxford University Press, 2004. 230 p.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. e VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, Oxford, v. 57, nº 3, 2002.

LEAL, R. - **Governance Practices and Corporate Value – A Recent Literature Survey**. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), vol. 39, São Paulo, 2004.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. Inter-American Development Bank Working Paper, mai. 2005.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. **Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies**. Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, 2000.

LINS, K. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 20, p.293-315, 1988.

NENOVA, T. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **Latin American Business Review**, v. 6, p. 1-37, 2006.

PAGAN, A. R.; SCHWERT, G. W. Alternative Models for Conditional Stock Volatility. **Journal of Econometrics**, v. 45, p.267-290, 1990.

VALADARES, S.; LEAL, R. **Ownership and control structure of Brazilian companies**, Abante, v. 3, p. 29-56, 2000.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A; FAMÁ, Rubens. **Estrutura de Governança e Valor da Empresa no Brasil: um estudo empírico**. In: Semead – FEA/USP, 6, 2003, São Paulo.

SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. Investor Protection and Equity Markets. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 66, p. 3-27, 2002.

CHAVEZ, G. A.; SILVA, A. C. **Differentiated Listing Segments, Valuation and Liquidity**. In: GLOBAL FINANCE CONFERENCE, 13, 2006, Rio de Janeiro.

WEST, K. D.; CHO, D. The Predictive Ability of Several Models of Exchange Rate Volatility. **Journal of Econometrics**, v. 69, p. 367-91, 1995.

APÊNDICE I – LISTA DAS AÇÕES UTILIZADAS NA PESQUISA

Esta lista representa todas as ações que foram utilizadas em algum momento na pesquisa, após as devidas exclusões por escassez de dados ou outros fatores relevantes. Cabe ressaltar que nem todas as amostras de todas as análises são iguais, justamente em consequência dessas exclusões.

Nível 1 de Governança Corporativa (24 ações): ARCZ3 (Aracruz Celulose ON), ARCZ6 (Aracruz Celulose PNB), BBDC3 (Banco Bradesco ON), BBDC4 (Banco Bradesco PN), ITAU3 (Banco Itaú ON), ITAU4 (Banco Itaú PN), TRPL3 (Transmissão Paulista ON), TRPL4 (Transmissão Paulista PN), CNFB4 (Confab PN), DURA4 (Duratex PN), FRAS4 (Fras-le PN), GGBR4 (Gerdau PN), NETC4 (antiga Globo Cabo PN), MYPK4 (Iochpe Maxion PN), KLBN4 (Klabin PN), GOAU4 (Gerdau Metal PN), RAPT4 (Randon PN), SDIA4 (Sadia PN), ALPA4 (Alpargatas PN), UGPA4 (Ultrapar PN), UBBR3 (Unibanco ON), UBBR4 (Unibanco PN), UNIP6 (Unipar PNB), VCPA4 (Votorantim Celulose e Papel PN);

Nível 2 de Governança Corporativa (4 ações): CLSC6 (Celesc PNB), ELPL4 (Eletropaulo PN), ETER3 (Eternit ON), POMO4 (Marcopolo PN);

Novo Mercado (4 ações): SBSP3 (Sabesp ON), PRGA4 (Perdigão PN), RSID3 (Rossi Resid ON), TBLE3 (Tractebel ON).

ANEXO I – REQUISITOS PARA ADESÃO AOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Regras de Adesão ao Nível 1 de Governança Corporativa

- Adesão às regras do Nível 1 através de assinatura de contrato entre a empresa e a BOVESPA;
- Manutenção em circulação (*free-float*) de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação e ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- Comprometimento de regras de *disclosure* (divulgação de informações) em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de stock options;
- Disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

Regras de Adesão ao Nível 2 de Governança Corporativa

Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores devem adotar os seguintes critérios:

- Adesão às regras do Nível 2 através de assinatura de contrato entre a empresa e a BOVESPA;
- Adesão à Câmara de Arbitragem no Mercado para resolução de conflitos societários;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IASC;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto a ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível.

Regras de Adesão Ao Novo Mercado

Requisitos:

- Adesão às regras do Novo Mercado através de assinatura de contrato entre a empresa e a BOVESPA;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos societários;

Direitos dos acionistas investidores:

- Apenas ações ordinárias;
- Obrigatoriedade, quando na veda do controle, da compra das ações dos minoritários nas mesmas condições de negociação do bloco majoritário (tag along);
- Não é permitido ter partes beneficiárias;
- Mandato unificado para todo o conselho de administração e mínimo de cinco membros;

Entrada no mercado:

- Entrada no mercado por meio de distribuição pública no valor mínimo de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), seja por meio de distribuição primária ou secundária.
- Ficam dispensadas desta distribuição pública as companhias que já mantêm registro de negociação no mercado principal da BOVESPA e possua pelo menos 500 (quinhentos) acionistas.
- No mínimo 25% do capital social tem que estar disponibilizado no mercado (free-float);
- Colocação com dispersão: em distribuições públicas, procurar alcançar dispersão acionária por meio de uma das seguintes formas de colocação: • Garantia de acesso

a todos os interessados em subscrever ou; • Tranche de varejo de 10% da operação (pessoas físicas);

- Via coordenador – rede de distribuição própria;
- Através de parcela distribuída pelas corretoras e centralizada pela BOVESPA;
- Período de proibição de venda por parte dos majoritários (lock up)
- Nos primeiros 6 meses: lock up de 100%;
- Por mais 6 meses, após o período inicial de 6 meses: lock up de 60%.

Divulgação de Informações

- Demonstrações contábeis em US GAAP (em inglês) ou IASC (em inglês);
- Prospecto segundo padrões reconhecidos, inclusive internacionalmente, com plena divulgação;
- Dever de informar:
 - Self-dealing: obrigatoriedade de administradores e controladores informarem atos e contratos entre partes relacionadas;
 - Obrigatoriedade de administradores e controladores informarem todas as operações com ações da empresa e seus derivativos (em bases mensais);
- Balanço trimestral – ITR:
 - Com revisão especial;
- Demonstrações consolidadas (anual);
- Posições acionárias acima de 5%;
- Posições acionárias, independentemente de percentual, dos administradores e controladores;

- Incluindo demonstrativo de fluxo de caixa;
- Reunião pública com analistas pelo menos uma vez por ano;
- Calendário anual de eventos corporativos: divulgação até o final do mês de janeiro, mantendo-o atualizado.

ANEXO II – METODOLOGIA DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O Índice de Governança Corporativa utilizado neste trabalho é construído a partir de 15 perguntas baseadas nos códigos de melhores práticas do IBGC, da OECD e da CVM. Para cada pergunta é conferido o valor 1 caso a resposta seja “sim” e 0 caso a resposta seja “não”. Cada resposta “sim” é interpretada como uma provisão ou ação em favor da boa governança corporativa, sendo o Índice de determinada empresa obtido através da soma final dos valores atribuídos às respostas. As dimensões do índice são apenas representativas; não existem critérios de ponderação. Todas as perguntas podem ser respondidas a partir de informações públicas. Fontes de informação: documentos públicos, gráficos e relatórios contábeis disponíveis, por exemplo, no InfoInvest Database (www.infoinvest.com.br).

Dimensão: Transparência

1. A firma produz os relatórios financeiros na data exigida pela lei?
2. A firma usa padrões internacionais de contabilidade (IASB ou US GAAP)?
3. A firma usa uma empresa de auditoria de liderança global?

Dimensão: Composição e Funcionamento do Conselho

4. O presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes?
5. O conselho não é composto claramente de diretores ou acionistas controladores?
6. O tamanho do conselho está entre 5 e 9 membros?
7. Os conselheiros têm mandatos consecutivos de 1 ano?
8. Existe um conselho fiscal permanente?

Dimensão: Estrutura de Controle e Propriedade

9. O acionista controlador possui menos de 50% do capital votante?
10. O percentual de ações votantes no capital total é maior do que 80%?
11. A razão entre capital total e capital votante detido pelo controlador é igual ou superior a 1?
12. O free-float é maior ou superior ao nível exigido pelo Novo Mercado da Bovespa (25%)?

Dimensão: Direitos dos Acionistas

13. A firma usa arbitragem para resolver conflitos societários?
14. A firma concede direitos adicionais de voto além do exigido pela lei?
15. A firma concede direitos adicionais de tag along além do exigido pela lei?

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](#)